

2009年3月25日
宏观策略部

关注经济复苏行业将带来的投资机会

- ◆ **中国经济已经开始复苏。**政府庞大的投资计划以及货币供应量的快速增长在目前已经体现为经济最糟糕的时刻已经过去，发电量数据、工业增加值等数据在环比意义上好转，物价水平在环比上企稳并形成通胀预期。因此，中国经济已经开始复苏。我们认为经济复苏阶段的最明显特征将是因需求改善带来的产量水平（产能利用率）开始回升，物价水平仍然保持稳定。
美国通过大量的定量货币政策也给世界经济带来了新的通胀预期。
- ◆ **宏观经济复苏与充裕的流动性创造了良好的A股市场投资环境。**从最新数据显示，货币供应量M2的增速已经达到了历史新高，尽管M1的增速与M2仍然有着较大差距，但是我们预期未来将快速上升。因此我们认为目前A股市场面临较好的投资环境。
- ◆ **结构性复苏的前提已经存在：需求有所改善，流动性充裕，通胀预期回升。**盈利增长的恢复驱动主要来自于三个方面：（1）需求逐步恢复带来的收入增长；（2）原材料等成本下降带来的毛利率提高；（3）央行保持宽松货币政策，利率水平较低，财务费用下降。目前三方面条件已经存在。政策驱动的需求开始逐步恢复，制造业新订单企稳回升。上游原材料的成本较低，CRB价格指数低位盘整。
从公司角度看，产能利用率回升或者资产周转率提高的加工类企业将在经济复苏阶段将首先体现为毛利率提高和利润回升。例如汽车、橡胶等行业。
- ◆ **化学原料及化学制品制造业、医药制造业、化纤制造及橡胶塑料制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业的新订单持续上升。**除食品等6个行业的新订单指数环比下降之外，其他14个行业的新订单指数都继续保持3个月以来的上涨趋势。其中有7个行业的新订单指数在50以上，包括化学原料及化学制品制造业（57.5）、医药制造业（54.3）、化纤制造及橡胶塑料制品业（53）、黑色金属冶炼及压延加工业（52.2）、通用设备制造业（57.5）、专用设备制造业（54.1）、电气机械及器材制造业（60.2），以及交通运输设备制造业（74.2）。
- ◆ **从盈利预测中寻找率先复苏的行业。**我们从行业研究员对上市公司盈利预测来寻找有复苏迹象的行业。从预期的角度来看，毛利率和收入增速预期不断上升的行业主要是汽车、工程机械、水泥、电子元器件、钢铁、造纸、航空、机场。
- ◆ **我们推荐汽车、工程机械、水泥、房地产等行业。**

策略分析师：

郭国栋

(8621)22169168

guogd@ebcn.com

穆启国

(8621)22169158

muqiguo@ebcn.com

黄学军

(8621)22169107

huangxj@ebcn.com

寇文红

(8621)22169110

kouwh@ebcn.com

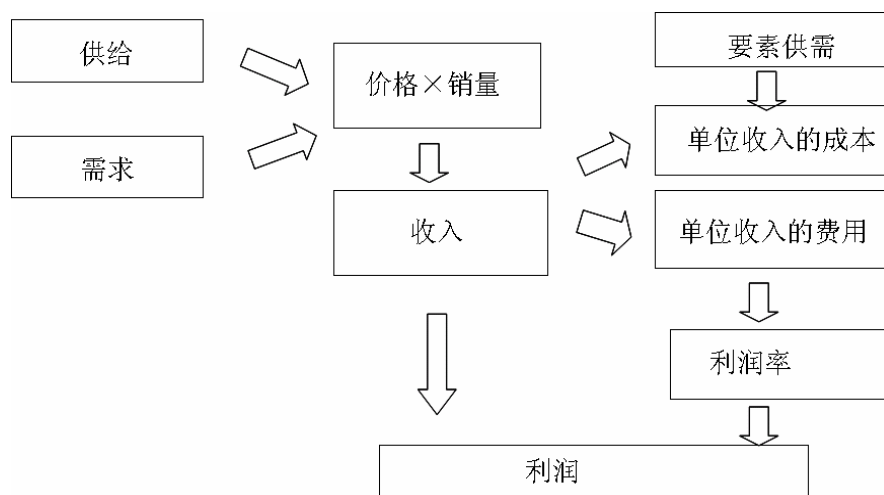
相关报告：

全球经济仍在低位徘徊，而流动性扩张政策和预期也在不断增强，以致于通缩和通胀预期同时出现。国际金融危机和政府超预期反周期政策两种力量维持着 A 股市场宽幅震荡。尽管低利率的资金可能追逐市场结构性的投资机会，但是打破震荡格局的驱动因素仍在于经济增长预期回升与流动性释放同向促进。震荡市场中，我们的视角更多的是关注有可能率先复苏的行业。

结构性复苏的前提已经存在：需求有所改善，流动性充裕，通胀预期回升

盈利增长的恢复驱动主要来自于三个方面，其一是需求逐步恢复带来的收入增长；（2）原材料等成本下降带来的毛利率提高；（3）央行保持宽松货币政策，利率水平较低，财务费用下降或者出于低位。

图 1：盈利分析的逻辑和框架

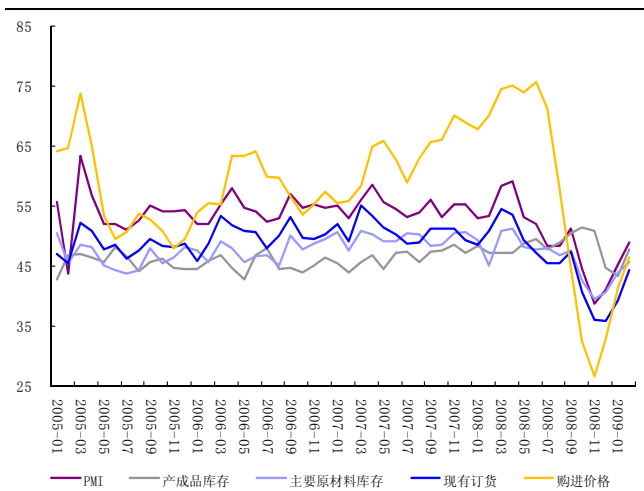


数据来源：光大证券

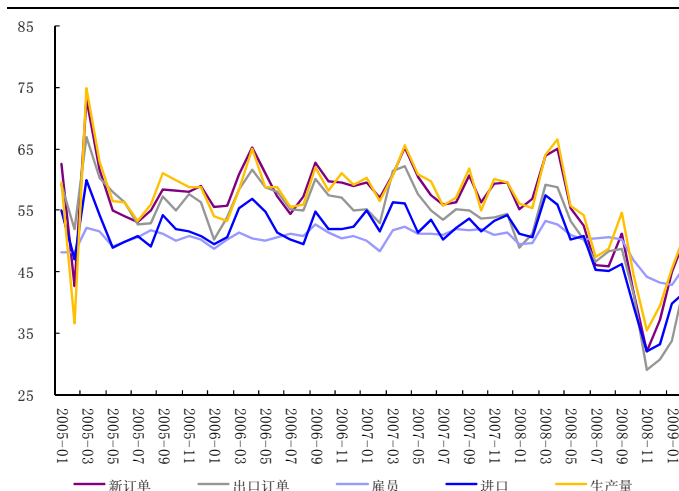
政策驱动的需求开始逐步回升。房地产销售数据环比回暖和固定资产投资新开工项目增速大幅提升等因素促使工业生产开始逐步恢复。2009 年 1、2 月发电量增速-3.7%，虽然仍在下降，但是相对于 08 年 11 月的-7.5%，12 月的-8.7%来说，下降幅度明显减缓。汽车 1、2 月产量 153 万辆，比去年同期降 1.7%，但产量和销量是去年七月份以来最高的。水泥 1、2 月的产量是 1.59 亿吨，增长 17%。此外化工开工率有所上升，乙烯的开工率已经到 90%。钢的二月份的日产量比一月份的日产量增长 7.9%。制造业新订单企稳回升。上游原材料的成本较低，CRB 价格指数低位盘整。

图 2：制造业 PMI 持续回升

图 3：制造业 PMI 持续回升



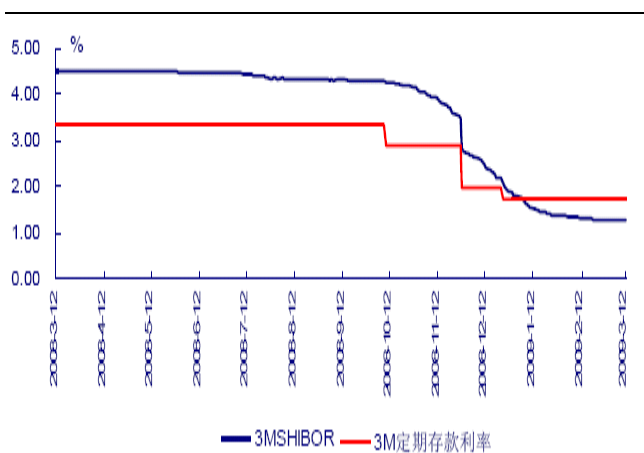
数据来源：中国物流与采购联合会 wind



数据来源：中国物流与采购联合会 wind

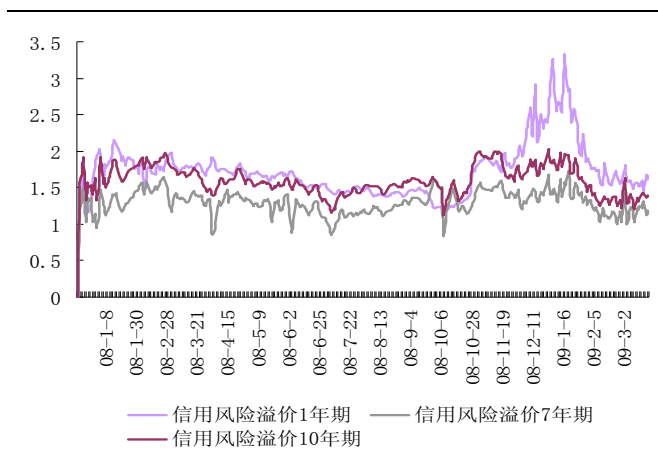
从流动性的角度，中国市场的流动性依然充足。中国的利率水平逐步下降，市场化的利率低于计划定价的利率。从企业债和国债的信用风险溢价也能够发现流动性较为充裕。

图 4：资金整体偏宽松



数据来源：中联钢 光大证券

图 5：企业债和国债信用风险溢价下降

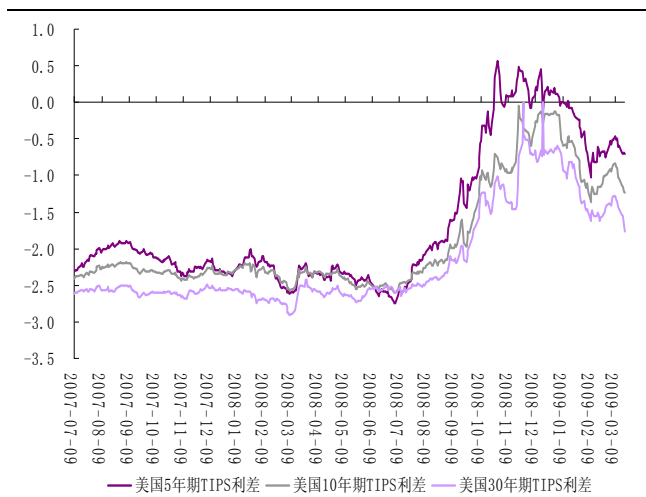


数据来源：bloomberg 光大证券研究所

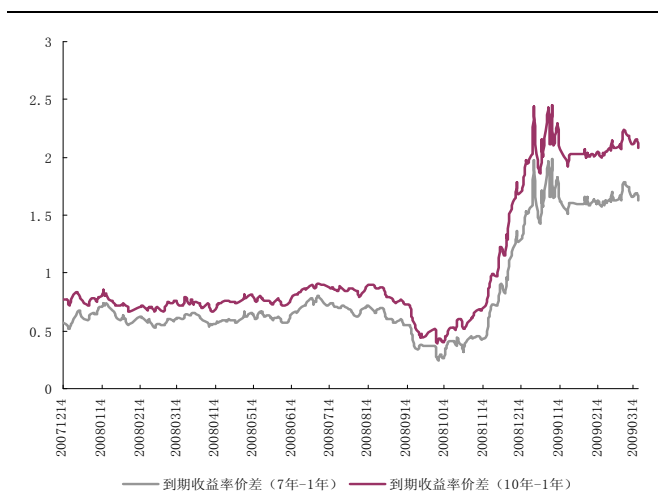
通胀预期逐步增强。尽管实体经济低位徘徊，但是从债券市场来看，美国和中国通胀预期逐步增加。

图 6：美国长期通缩的预期下降

图 7：中国国债长短期价差上升说明通胀预期不断增强



数据来源: Bloomberg 光大证券



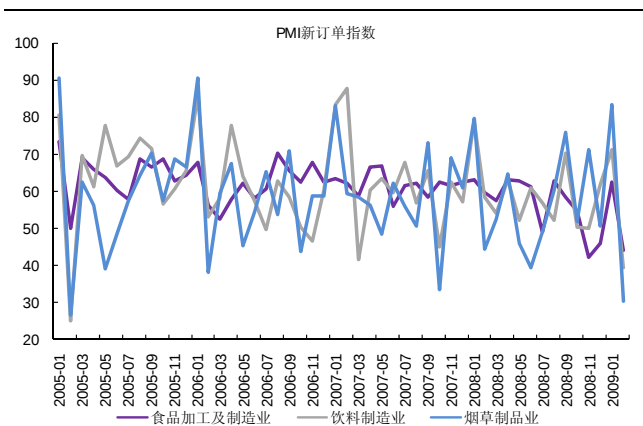
数据来源: Bloomberg 光大证券

结构性复苏迹象开始显现：部分行业新订单开始稳步上升

制造业 PMI 指数的持续回升，预示着制造业部门开始进入复苏。从各行业来看，目前的复苏是结构性的，其中石油、化工、医药、各种设备制造行业在复苏中起了先导作用。除了食品加工和制造业、饮料制造业、烟草制造业、木材加工和家具制造业、造纸印刷及文教体育用品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业这 6 个行业的新订单指数环比下降之外，其他 14 个行业的新订单指数都继续保持 3 个月以来的上涨趋势。这 14 个行业中有 7 个行业的新订单指数在 50 以上，包括化学原料及化学制品制造业（57.5）、医药制造业（54.3）、化纤制造及橡胶塑料制品业（53）、黑色金属冶炼及压延加工业（52.2）、通用设备制造业（57.5）、专用设备制造业（54.1），电气机械及器材制造业（60.2），以及交通运输设备制造业（74.2）。这些行业正是上述 PMI 指数大于 50 的行业。

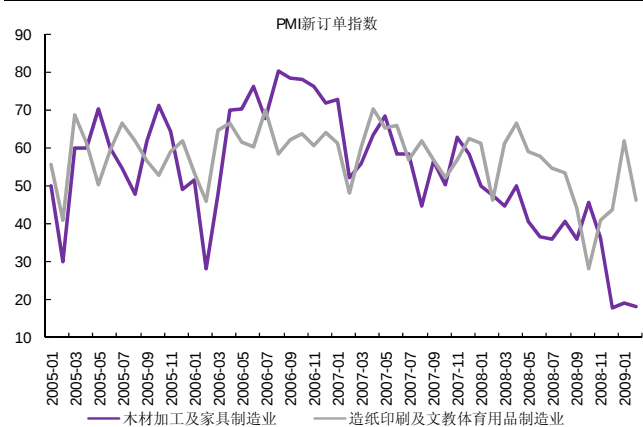
图 10: 食品、饮料、烟草行业新订单指数下降

图 11: 纺织、服装行业新订单指数上升



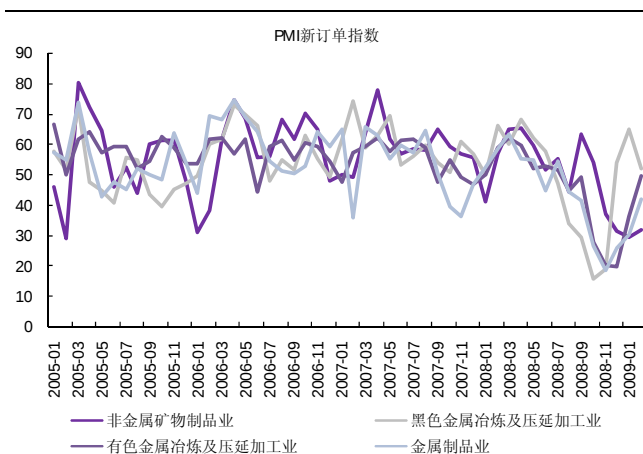
数据来源：中国物流与采购联合会

图 12：木材、造纸印刷和文教用品新订单指数下降



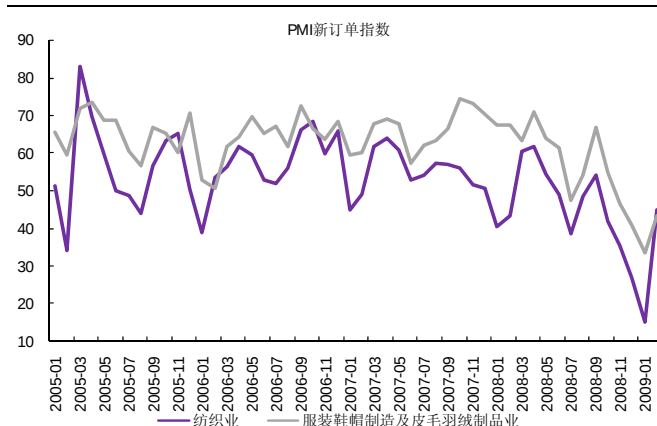
数据来源：中国物流与采购联合会

图 14：金属、非金属行业新订单指数上升



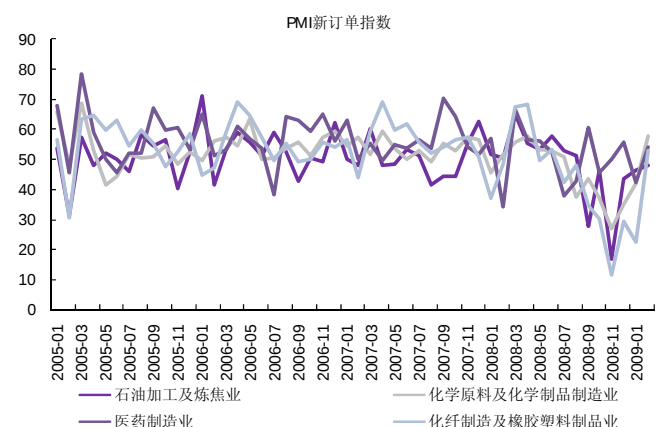
数据来源：中国物流与采购联合会

图 16：交通设备、电子器械等行业新订单指数上升



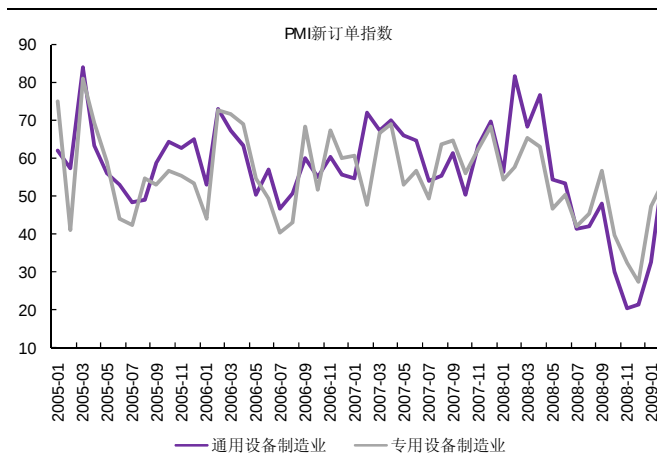
数据来源：中国物流与采购联合会

图 13：石化、医药行业的新订单指数上升

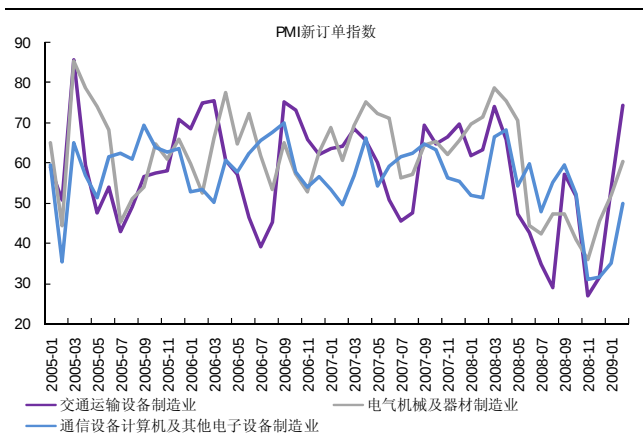


数据来源：中国物流与采购联合会

图 15：通用、专用设备制造业新订单指数上升



数据来源：中国物流与采购联合会



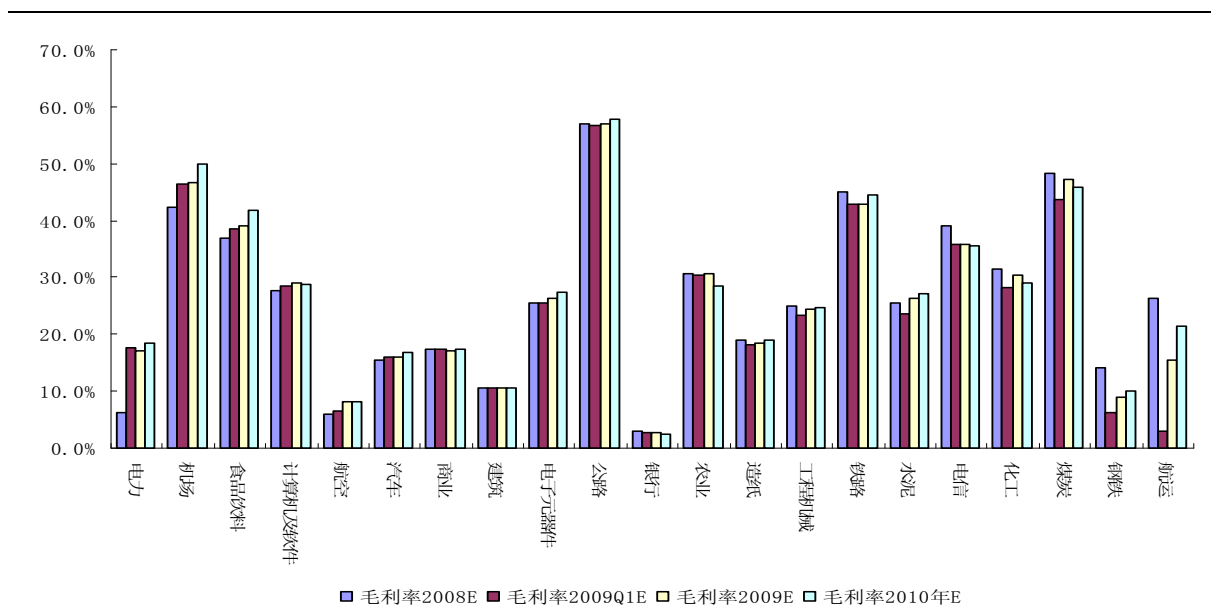
数据来源：中国物流与采购联合会

从利润率和收入增速看行业复苏

新订单更多的说明需求开始逐步恢复，利润率和收入增速逐步提升更好的说明行业复苏情况。我们从行业研究员对上市公司盈利预测来寻找有复苏迹象的行业。从预期的角度来看，毛利率和收入增速预期不断上升的行业主要是汽车、工程机械、水泥、电子元器件、钢铁、造纸、航空、机场。

从毛利率的角度来看，09 年毛利率比 09 年一季度毛利率高，而 10 年毛利率比 09 年毛利率高的行业是水泥、工程机械、汽车、电子元器件、航空、机场、钢铁、造纸、公路、食品饮料。

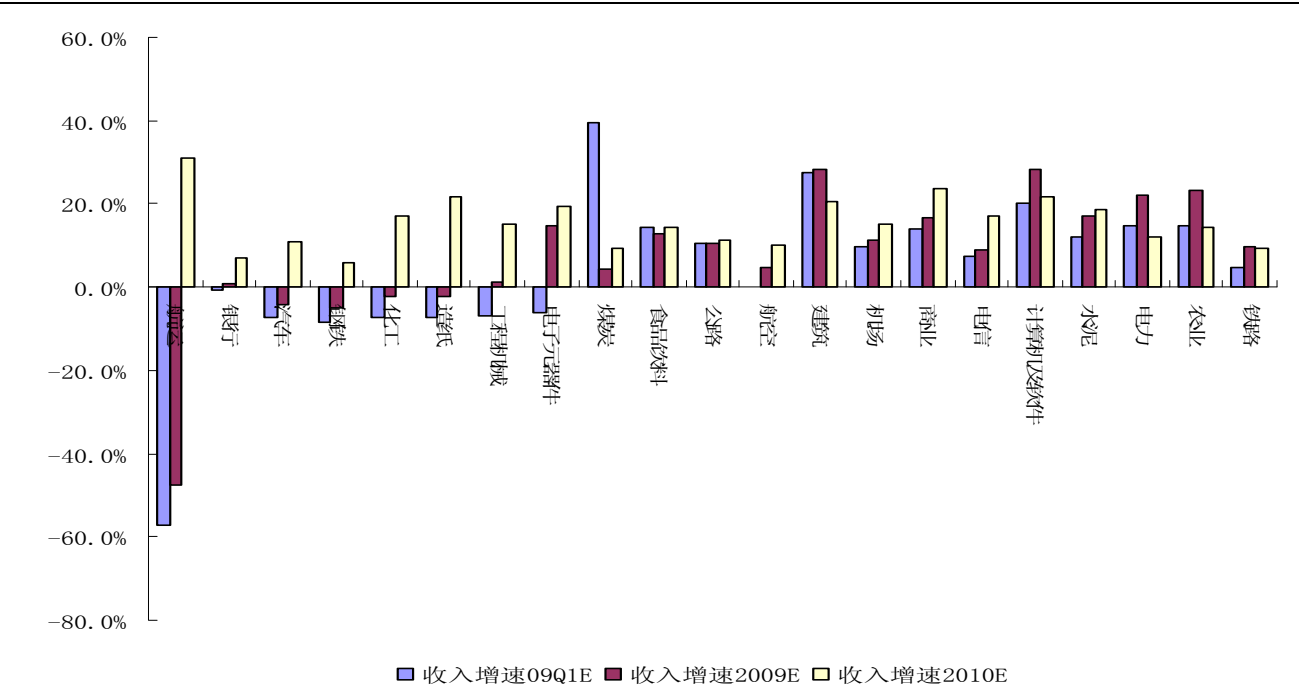
图 8：样本行业的预期毛利率变化



数据来源：光大证券

从收入增速的角度来看，09 年收入增速比 09 年一季度收入增速高，而 10 年收入增速比 09 年收入增速高的行业是航运、银行、商业、电信、化工、汽车、钢铁、造纸、工程机械、电子元器件、航空、机场、水泥。

图 9：样本行业的预期收入增速



数据来源： 光大证券

整体考虑，毛利率和收入增速预期不断上升的行业主要是汽车、工程机械、水泥、电子元器件、钢铁、造纸、航空、机场。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东新区南汇东路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	满国强	021-68816000-1725	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。