

联合证券研究所

责任编辑：陈春丽 ☎ 0755-82080076

2009/01/14

今日焦点

- 出口难企稳、信贷大跃进、货币待观察
——12月贸易、金融数据点评

主要内容

重点推荐

西藏矿业、包钢稀土、厦门钨业、益佰制药、兴发股份

行业与公司

- 兴业银行：拟发行不超过 180 亿元次级债券
- 海通证券：20.69 亿限售股下周一解禁

重要资讯

- 贷款猛增 7718 亿元 M2 增速反弹至 17.82%
- 十大产业振兴规划今日开题审议
- 商务部部长陈德铭 23 日表示，预计 2008 年我国进出口总额将超过 2.5 万亿美元，增长 18% 左右；预计全年吸收外资将超过 900 亿美元，连续 17 年居发展中国家首位。

- 行业景气度急剧回落，上市公司早到的业绩预告或“失真”

数据说话

- 原油价格走势图表
- 今日限售流通 A 股统计

主要海外市场表现

指数	最新	±%
香港恒生	13668.05	-2.17
国企指数	7080.53	-3.16
道琼斯	8448.56	-0.30
纳斯达克	1546.46	0.50

国内市场表现

指数	最新	±%
上证指数	1863.37	-1.95
沪深 300	1876.19	-2.32
基金指数	2598.03	-1.01
国债指数	121.14	-0.02

国内主要期货价格

品种合约	最新	涨跌
沪铜0902	27620	-4.13
沪铝0902	11910	-2.74
郑糖0903	2891	-0.72
玉米0903	1465	-0.88

最新报告

报告名称	评级	调整	研究员
策略报告：寒云掩落晖 冬岭苍松秀			赵媛媛 等
行业研究：水泥制造-关注工业投资下滑对水泥的负面影响	中性	中性（增持）	周煥
行业研究：黄磷价格持续回暖	增持	-	肖晖
华微电子：6 寸线要到 2010 年“结果”	中性	首次评级-	梁伟

今日焦点

出口难企稳、信贷大跃进、货币待观察 ——12月贸易、金融数据点评

海关统计显示，12月中国进出口增速延续双降之势。进口下降自然有大宗商品价格暴跌原因，但扣除了五大商品后的一般商品进口额增幅也急剧下降，其所折射的是内需已极度疲弱。出口形势更是极其严峻：出口增幅取决于发达国家的经济增长。考虑到美国就业形势的疲弱，金融体系及居民“降杠杆”的诉求，其内需——进而进口都将显著下降。况且，中国出口增长的市场结构表明，其他国家进口增速的波幅更甚于美国。11月份的出口增速为-2.2%，较之10月份的19.2%急降了21个百分点，但对美国的出口增幅仅回落了12.5个百分点，对其它国家市场则暴跌了25个百分点，已转为负增长，而10月的水平还高达24%。因此，即使出口退税调升、人民币贬值，仍难认为出口形势会日渐改观。

出口形势恶化无疑是经济增长急剧转折的主要动因：随着贸易依存度的加深，投资、消费的增长与出口部门关联密切。一个基本事实是，中国过往五年两位数的经济增长是以能耗水平（以电力为代表）的急剧扩张为显著标志的，而01年中国加入WTO以来，发电量已亦步亦趋于出口。

应予肯定的是，货币政策的全面转向或将有助于减缓经济增速下滑。但期限结构显示，近2个月贷款增加了1.17万亿，中长期贷款和票据贷款各为4千亿元。短期贷款贷款占据相当比重，其作用令人存疑。

就银行负债结构而言，居民定期存款增幅首次出现转折。自然地，M1和M1.5增幅反弹，进而市场流动性得到改善。更值得关注的是，M2增速结束了连续六个月下行之势。就其细项而言，尽管热钱仍在流出，但由于去年基期过低所致，外汇占款依然增加；加之，其它类增加了近8000亿，贷款增加了7700亿元，导致M2大幅飙升了3个百分点。如此“大跃进”式的信贷增长对实体经济当然会有所刺激。但是需要强调的是，其他类增加的可持续性不可寄望，进而货币增长也有待观察。

由此，流动性和基本面都将有一定的好转，同时可以期待股票市场也相应有所表现。但是联想到98年经济黯淡之时，信贷高速扩张的一个结果就是银行坏帐水平的急剧上升。因此，笔者认为，在市场主体盈利状况迅速恶化之际（8-11月工业企业利润已是负两位数增长），经济体必然要为当下信贷的急速扩张付出更高昂的代价。

（熊伟 ☎：021- 5010 6020）

海外市场

部分国际大宗原材料最新价格 (%)

国际原材料	价格	涨跌 (%)
NYMEX 2 月原油	39	3.23
LME 级铜	3349.5	3.87
LME 镍	11222	5.15
LME 铝	1175	0.43
LME 锌	1294	4.63

最新外汇牌价

兑换	最新价格
美元—人民币	6.8346
美元—欧元	0.7564
美元—日元	89.267
英镑—人民币	9.9284

联合证券研究所整理

(陈春丽 电话: 0755-8208 0076)

海外政经要闻:

- ※ 亚太股市普跌 A 股重挫逾 4%
- ※ 节日气氛弥漫, 国际油价再遭重挫
- ※ 美国经济第三季度下降 0.5%, 为 2001 年第三季度以来最差表现
- ※ 欧盟批准西班牙、意大利两国政府提出的金融救助计划, 两国出资额分别达到 1000 亿欧元和 200 亿欧元
- ※ 普金: 廉价天然气时代即将终结
- ※ 受累金融海啸 全球企业并购市场入冬, 2008 年“夭折”的企业并购案数量创下历史新高, IPO 规模下降 72%
- ※ 美国 A123 系统公司(A123 Systems)1 月 7 日宣布, 计划在美国密歇根州东南部建电池工厂, 并称这将是第一个工厂, 之后还将在美国再建几个工厂, 满足到 2013 年底 500 万辆混合动力车或 50 万辆充电式混合动力车 (Plug-in Hybrids) 的电池需求。A123 系统公司将会在新工厂投资 23 亿美元, 并申请从美国能源部批准的 250 亿美元贷款中分得 18 亿美元贷款。原文链接: <http://www.a123systems.com/news/135>

策略、行业与公司

2009A 股投资策略

1. 美国经济难见底, 某些类别大宗商品或有反弹

流动性取决于金融部门的资产扩张而非央行的资产扩张, 高杠杆的美国经济在金融危机后艰辛而漫长的去杠杆过程成为复苏的羁绊。

某些大宗商品或有反弹来源于以下一些原因: 价格接近成本、供给方的垄断形成的价格控制力、地缘政治紧张、资源的战略性储备需求被低价触发、美元阶段性走弱及流动性可能泛滥。

2. 中国 GDP 7.5-8%, CPI 上半年-0.4%, 有 108BP 降息空间

进出口增速放缓至 5%, 中央投资难带民间投资, 与出口挂钩的收入缩水及负财富效应损害消费增长等等, 都使得中国的经济恢复高速增长难见曙光。

大宗商品价格比去年同期大幅下跌, 引发负值 PPI, 并扩散压低 CPI。实际利率将在 CPI 下行下走高, 消费、借贷成本攀升。预计央行仍会降息 3~4 次, 年内结束降息周期。

3. 上证指数 09 年波动区间 1600 点~2500 点

工业类企业利润增速用杜邦分析自上而下的预测值为-25%, 金融房地产则自下而上采用行业研究员观点, A 股上市公司合计 09 年净利润增速为-10%。

估值将主要受到资金给和股票供需关系的影响。我们测算的主流机构资金量为 18030 亿。由于 09 年解禁的大小非以央企大非为主, 减持动机不足, 同时 IPO 和再融资规模预计很小, 总体判断资金较为宽

12 月份我国出口钢材 317 万吨，比 11 月份回升 22 万吨，同比下降 33.73%。2008 年全年累计出口 5923 万吨，同比下降 5.5%；进口钢材 93 万吨，环比下降 9.7%，同比下降 30.33%。全年累计进口 1543 万吨，同比下降 8.6%。

全球最大的集装箱运输公司--丹麦马士基的首席执行官 Nils S Andersen 周二表示,该集团相信全年业绩良好,尽管预计该产业不会迅速复苏."2009 年形势将非常严峻.如果 2010 年底以前形势能够有所改善,我们会非常惊喜,"Nils S Andersen 在新加坡对记者表示。(路透)

中国银行(601988)新闻发言人王兆文对路透表示,该行已获知 RBS 准备出售中行股份有关信息,并正在与其进行沟通.何时做进一步的公开披露,"将视双方具体沟通情况而定".市场消息人士周

松,估计 PE 区间 14-22 倍。

结合盈利和估值因素,我们估计上证指数 09 年波动区间为 1600~2500 点。

4. 行业比较之自上而下: 存货视角

如在国内萎靡经济中投资拉动明显收敛,医药、饮料制造、化工、元器件、交运设备、非金属、钢铁、煤炭的存货或将触底反弹。(行业排序为存货见底的先后顺序)。

5. 行业比较之自下而上: 财务视角

除了从存货角度分析行业触底反弹顺序外,我们必须审慎地检验企业能否在这场百年一遇的危机中顺利度过,那些有充裕的现金的公司生存几率较大,甚至还可能获得较大的发展机遇。我们设计一套按照包括现金方面的财务指标和估值、盈利能力的评价体系,自下而上对行业的生存状况进行了评估。

6. 行业配置建议

综合自上而下和自下而上两方面的比较,以及当前行业的估值状况,相对于指数权重,我们建议的行业配置:超配煤炭、化工、信息设备、机械、医药等;低配地产、食品饮料、轻工纺织、交通运输、农林牧渔;其余标配。

(赵媛媛 ☎: 021-5010 6021)

我们认为,12 月份出口量的反弹恐难以持续。制约钢材出口持续反弹的因素除了全球经济衰退导致外需持续低迷外,进入 1 月份国内国际钢材市场价格差的缩小乃至部分品种出现倒挂也是重要原因。由于元旦之后国内板材价格持续反弹,而国际市场价格表现不佳,导致国际市场的热轧板卷价格开始低于国内价格。由于国外产品价格的劣势,近期热轧板卷的进口量(特别是俄罗斯和乌克兰)明显增加。

(黄静 ☎: 0755-8249 2060)

我们认为,航运业是一个强周期的行业,中国和主要发达国家经济下滑所导致的全球贸易下滑是航运业所面临的重大风险,08 年四季度至 09 年上半年,以集箱和干散货运输为主的航运企业将会出现大面积亏损的状况,近年我国原油进口增速的逐步下降以及对 09 年增速进一步下降的预期使得油运企业也面临着一定的风险。整体而言,航运业仍未度过其寒冷的过冬阶段。

(朱远硕 ☎: 021-5010 6011)

最近这轮外资减持中资银行股热潮,恐怕还远未到终了之时。2008 年 12 月 31 日,中行的战略投资者瑞士银行在解禁期满的第二天即清仓其持有的 34 亿股中行 H 股,而昨日李嘉诚基金也开始以每股 1.98 港元的价格出售中行股份,其当年购入价为 1.14 港元/股。据统计,今年内,中行、建行、工行分别还有至少 299 亿、135 亿、241 亿股外

二称,苏格兰皇家银行(RBS)预计最快于周二出售所持中国银行股份,且可能将 108 亿股全部出手.分析人士认为,RBS 被政府控股后,经营目标发生转变,将回归本土业务,故或悉数出售所持中行股份。(路透)

太阳纸业公布关于 2008 年度业绩预告的修正公告: 2008 年 10 月 27 日在公司 2008 年第三季度报告中预计 2008 年度归属于母公司所有者的净利润比上年增长 30%-50%,经修正,归属于母公司所有者的净利润比上年同期相比下降 30%-50%。业绩预告出现差异的原因: 1、由于受全球金融危机的冲击,造纸行业景气度下滑,公司生产经营受到较大影响。2、合资、合作公司的生产经营也受到相当的影响,公司与美国国际纸业成立的二家合作公司在 2008 年第四季度均出现亏损,造成公司的投资收益为负值,影响了公司业绩。3、由于受市场价格波动影响,公司及合资、合作公司计提原材料、产成品存货跌价准备增加。

关注工业投资下滑对水泥的负面影响

资持有的 H 股可流通股 (不含已减持股份)。考虑到外资股东目前普遍面临资金周转紧张的局面,加上中国银行业未来可能面对净息差减少以及信贷成本升高的风险,而国有银行对这些“洋”股东也相对缺乏控制和影响能力,我们认为这些外资大小非减持的可能性非常之高,银行类 H 股会继续面临较大的下行压力。

(戴爽 ■: 0755 - 8249 2172)

公司主导产品白卡和铜版分别于 7 月和 8 月开始景气度下滑,价格一路走低,而 10 月份以来主要原材料价格的猛烈下跌使得公司的存货跌价损失较大。公司已于 08 年 12 月 12 日将 08 年归属母公司的净利润同比增幅由三季报 (10 月 27 日) 中公布的 30%-50% 下调至低于 30%,而时隔仅仅一月公司又将业绩修正为同比下滑 30-50%。根据 07 年母公司的净利润为 3.82 亿推算 08 年的利润在 1.91 亿和 2.67 亿之间,对应 EPS 介于 0.38 和 0.53 之间。而公司三季报披露前三季度 EPS 为 0.64 元,此举意味着全年计提存货跌价准备和合资公司的亏损数累加对每股收益的拖累在 0.11 至 0.26 之间。我们认为此次大幅下调全年业绩水平一方面反映了行业景气度自三季度以来的低迷状况,另一方面我们认为公司也有借此机会对业绩“洗个大澡”以求 09 年盈利出现转机的可能。我们认为太阳纸业可能并不是第一家业绩下滑的造纸公司,其他造纸公司都面临着同样的问题。在 2009 年行业景气度较难出现转机的情况下,通过大幅计提做低 08 年业绩是保证 09 年平稳过渡甚至增长的有效方法。

(孔华强 ■: 021 5010 6013)

按房屋建筑施工面积推算,工业投资对水泥的需求相当于房地产业的 60%。08 年房地产对水泥的需求是 3.6 亿吨,则工业投资消耗水泥约 2.2 亿吨,占水泥总产量的 15%,每亿元投资消耗水泥 0.34 万吨。

受全球金融危机引发的经济衰退影响,08 年下半年特别是第四季度,工业企业利润出现了超预期的急速下跌: 6—8 月工业企业利润同比增长 17.3%,而 9—11 月利润同比下降 26.6%,拖累 1—11 月利润同比增长只有 4.9%,增速比 07 年同期剧降 33.9 个百分点,为 99 年以来最低。

受 97 年亚洲金融风暴的影响,98 年我国工业企业利润下降 9.4%。而 09 年面临的局面较 98 年更为严峻,预计 09 年我国工业利润出现下降的可能性很大,并且降幅可能超过 98 年。

工业利润的超预期下降可能引发工业投资同样出现超预期下滑。98—99 年工业投资增速则分别为 1.76%和-3.9%,根据制造、采掘、公用事业 08 年不同的盈利状况,我们假设 09 年投资增速分别为-10%、10%和-15%,则整个制造业的固定资产投资增速为-8.6%。在这种情况下,09 年水泥需求相比 08 年只增加约 1 亿吨,而增加的实际产能约为 1.2 亿吨,原本脆弱的供需平衡将被打破,出现供略大于求的局面。

我们认为市场对 09 年基建和房地产对水泥的正、负面影响都有所认识，但是并未充分认识到工业投资超预期下滑对水泥需求的冲击。短期内水泥股涨幅过大，较高的估值可能包含了市场过于乐观的预期，因此我们暂时下调水泥行业评级至“中性”。

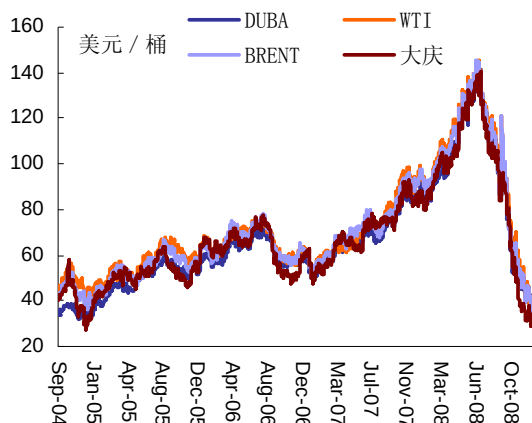
需要强调的是，受政府扩张性调控政策的影响，水泥行业在 09 年的盈利不会出现大幅下滑（尤其是赛马、天山、祁连山等西部地区的水泥企业，09 年盈利增长比较确定），从全年来看，依然有望获得相对投资收益。如果 3-4 月施工旺季到来时水泥价格、需求出现回暖迹象，我们将及时上调评级。

（周煊 ☎：0755-8249 2072）

图表数据说话

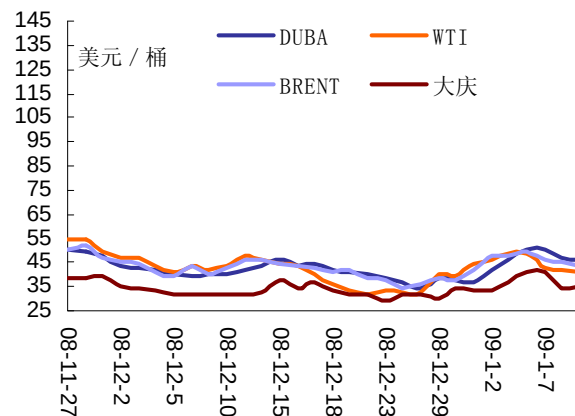
■ 原油价格走势（王茜：0755-8236 4392）

图 1 国际主要原油价格（2004.9-2009.1）



资料来源：Bloomberg

图 2 国际主要原油价格（2008.11.27-2009.1.9）



资料来源：Bloomberg

■ 今日限售流通 A 股统计（2009.01.14 陈春丽 ☎：0755-8208 0076）

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	本期流通占比(%)	流通股份类型
000068.SZ	赛格三星	20090114	183445792	20.46	电子	000068.SZ

数据来源：Wind 资讯

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2944 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。