

2009 年 2 月市场展望和投资组合

张忆东 李彦霖

zhangyd@xyzq.com.cn

2009 年 01 月 22 日

春耕轮涨

行业配置和投资组合

2 月将延续 1 月的好气氛，反弹行情在风格切换中延续。风格向大市值切换；周期性行业按存货出清轮动，关注化肥；十大行业规划节后齐出，热点纷呈。

市场展望：春意胜寒意

- 流动性拐点已现
- 经济休克后回升
- 大小非雷声大雨点小
- 政策环境暖
- 海外期待奥巴马财政政策

投资策略：轮涨

- 行情风格从中小市值股向中大市值股切换
- 周期性行业按存货出清轮动，关注化肥
- 主题纷呈：十大行业振兴规划、融资融券试点

相关报告

《心还在，梦就在》-20090105
《央企整合新动向》-20081216
《无畏的希望》-2009 年度策略报告 20081120
《回归理性》-2008 年 4 季度市场展望和投资组合 20081008
《秋风知劲草》-9 月市场展望和投资组合 20080901
《寻找跷跷板的平衡点》-6 月市场展望和投资组合 20080601
《博弈震荡市》-5 月市场展望和投资组合 20080508
《置之死地而后生 - 近期 A 股投资策略思路》20080421
《“柳”暗“花”明“又一村”——二季度市场展望和投资组合》20080403
《渡尽劫波，“三通”启航》20080301
《创业板来了！成长股春光明媚》20080117

目录

2009 年 2 月市场展望：春意胜寒意	- 3 -
流动性：拐点已现	- 3 -
经济：等待数据释放好消息	- 3 -
大小非：雷声大雨点小	- 4 -
政策环境：暖	- 5 -
海外：期待奥巴马财政政策出台	- 5 -
2009 年 2 月投资策略：轮涨	- 6 -
风格向大市值类股切换	- 6 -
周期性行业按存货出清轮动，关注氮肥	- 6 -
十大行业振兴规划节后齐出，热点纷呈	- 7 -
2 月荐股	- 7 -
华鲁恒升（600426）：自主创新铺就成长之路	- 7 -
兴化股份（002109）：销铵产能将翻倍 期待资产注入	- 7 -
中国人寿（601628）：产品久期走出阶段性低点	- 8 -
交通银行（601328）：兼具大行优势和灵活机制	- 9 -
安信信托（600816）：弱周期性开始显现	- 9 -
图 1：M1、M2 反弹	- 3 -
图 2：贷款增速回升	- 3 -
图 3：钢材、冶金焦价格反弹	- 4 -
图 4：有色金属价格企稳	- 4 -
图 5：原材料库存 PMI 指数回升	- 4 -
图 6：工业增加值同比增速企稳	- 4 -
图 7：2 月解禁市值是 1 月的 2 倍	- 5 -
图 8：大中小盘股相对估值	- 6 -
图 9：06 年以来氮肥价格（元/吨、美元/吨）	- 7 -
图 10：07 年以来国内氮肥表观消费量（万吨）	- 7 -
表 1：美国众议院版经济刺激计划草案主要内容	- 6 -

2009 年 2 月市场展望：春意胜寒意

2 月份，乐观预期仍将是市场的主流。流动性和经济数据都开始往好的方向变化；大小非数据看似较多，实际压力不大；“两会”之前，无论是对重点行业还是房地产市场，都存有热烈的政策期盼。与此同时，部分上市公司业绩比预期还差或许会抹上一点阴影，不过，经历了 2008 年预期的大幅向下调整，差的业绩掀不起大波浪。

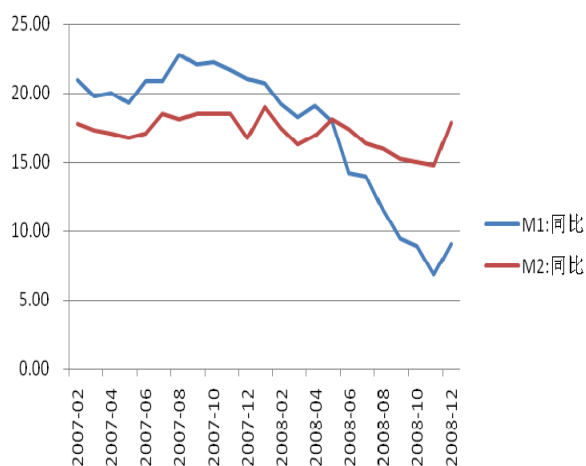
流动性：拐点已现

最新的金融运行数据显示，流动性的改善已经由预期变为现实。2008 年 12 月，M1、M2 增速止跌回升，分别反弹了 2.2、3 个百分点，M2 同比增速回升到 17% 以上。

我们判断，流动性反弹的趋势在未来两个季度内应得以延续。

- 信贷增速继续回升。银行对中央投资项目的资金支持，促使贷款大幅度增加；上半年银行争先对优质客户放款。
- 政府存款减少和央行票据下降将促使基础货币快速上升，特别是上半年足以对冲外汇占款增速放缓的负面影响，从而，避免出现 98 年、99 年因为贸易顺差减少引起基础货币发行不足的情况。

图 1: M1、M2 反弹



资料来源：兴业证券，WIND

图 2: 贷款增速回升



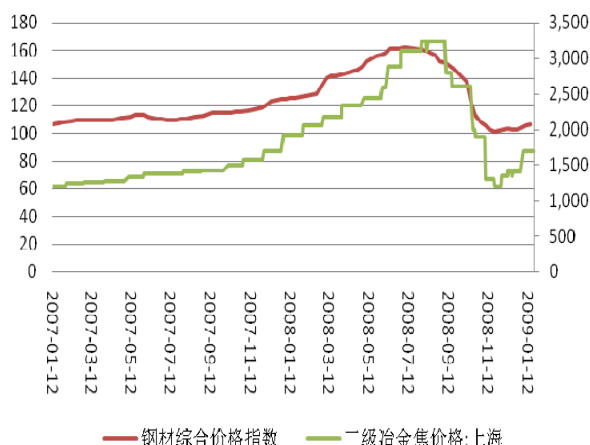
资料来源：兴业证券，WIND

经济：等待数据释放好消息

经过 4 季度激烈的存货调整和部分行业激烈的产能调整之后，几个现象显示，去存货过程渐近尾声，工业生产可能在休克阶段之后有所回升，回升的时间早于市场预计的二季度。

一是部分大宗商品价格止跌。08 年中期以来大宗商品价格的快速下跌强化了企业减少库存的意愿。价格企稳，显示库存已经降到了较低的水平，同时也将稳定企业预期，只有在稳定的价格体系下，企业才敢于增加存货。

图 3: 钢材、冶金焦价格反弹



资料来源：兴业证券，WIND

图 4: 有色金属价格企稳

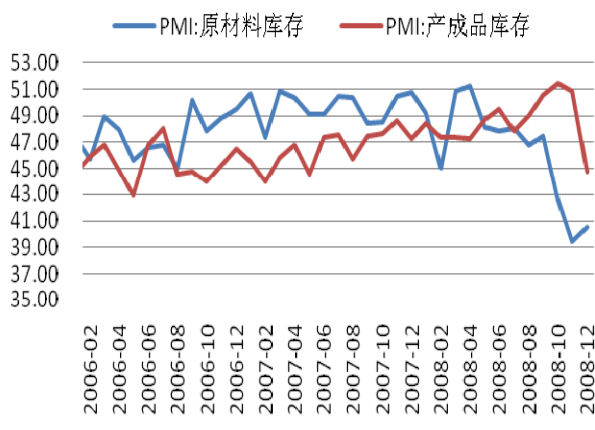


资料来源：兴业证券，WIND

二是采购经理人指数（PMI）原材料库存指数回升。从08年8月以来伴随大宗商品价格暴跌，原材料库存 PMI 指数快速下跌。12 月份，该指数回升，显示企业增加原材料库存的意愿在上升。

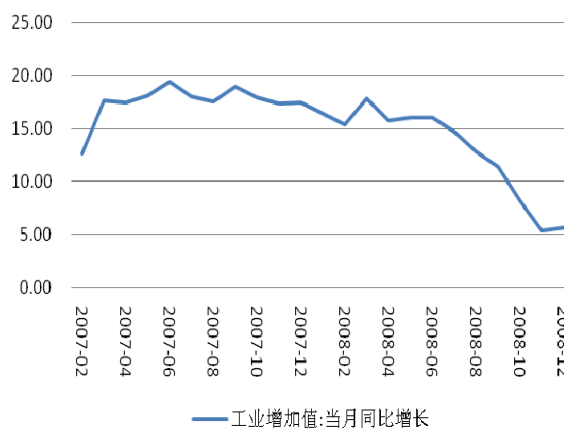
三是 12 月工业增加值同比增速已经企稳。12 月份，39 个大行业，其中有 16 个行业的增加值增速比 11 月份有所加快。钢铁工业由 11 月份的同比下降 6.3% 转变为 12 月份增长 0.1%。

图 5: 原材料库存 PMI 指数回升



资料来源：兴业证券，WIND

图 6: 工业增加值同比增速企稳

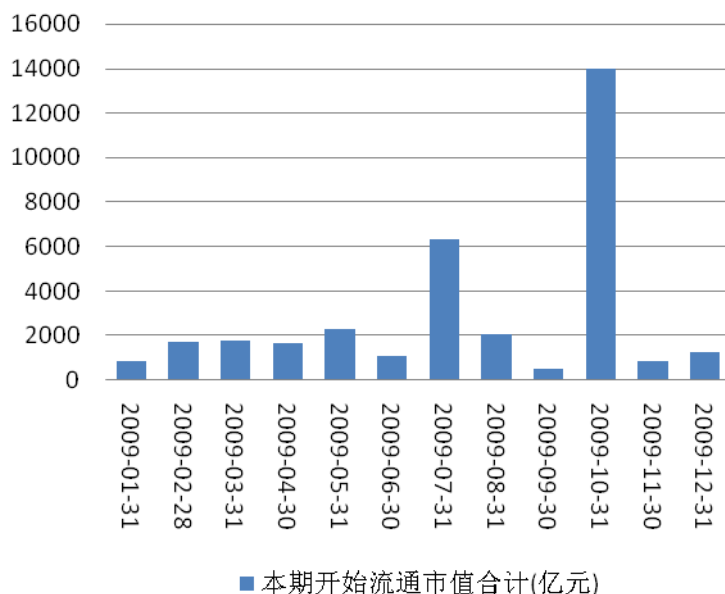


资料来源：兴业证券，WIND

大小非：雷声大雨点小

2 月解禁股市值 1727 亿，1 月仅 877 亿。不果，实际压力并没有这么大。其中 40% 的压力来自招商银行 2 月解禁 659 亿。招商银行的解禁股主要来自其第二、三大股东及其关联方，抛售可能性很小，因此，并不构成实质压力。

图 7: 2 月解禁市值是 1 月的 2 倍



资料来源：兴业证券，WIND

政策环境：暖

货币政策处于继续放松的过程中。我们预计基准利率仍将下调 2-3 次，一年期贷款利率下调 135 个基点至 3.96%，一年期存款利率下调 135 个基点至 0.9%，法定存款准备金率可下调 7.5 个百分点至 6%。

财政政策方面，十大重点产业规划将于春节后密集出台。全国两会将于 3 月 3 日至 3 月 5 日召开，财政预算可能发布 4 万亿投资计划的细节，以及在推动消费方面的投入。

海外：期待奥巴马财政政策出台

1 月 16 日，美国众议院版经济刺激计划草案出台。经济刺激计划总额达 8250 亿美元。其中，减税支出是重点，高达 2750 亿美元。

众议院可能在 1 月的最后一周投票表决该计划，而参议院则可能在 2 月的第一个星期内进行表决。

本轮世界经济增长的不平衡中，美国的问题在于过度消费，中国的问题在于过度投资。然而，为了缓和经济增长的速度，避免预期遭到严重破坏造成更严重的后果，中美政府不得不努力维持现有的经济增长点。美国政府致力于促进消费，中国政府则努力拉动投资。

虽然这种为原有失衡模式续命的做法，并无益于经济增长模式的转变，也难以推动经济的持续复苏，但在当下可以减轻美国经济调整的痛苦程度，并推动美国经济在二季度出现反弹。从而，引导对中国出口的预期回暖，以及推动海外市场走强。

表 1: 美国众议院版经济刺激计划草案主要内容

项目	金额	具体内容
总额	8250 亿美元	
减税	2750 亿美元	95%的工作年龄人口都可能获得减税；为教育支出减税；为新能源项目提供税收优惠政策；减免州政府和地方政府上缴联邦政府的税收收入
教育支出	1416 亿美元	修建地区学校，支持州政府，联邦助学金，高等教育现代化
失业	1020 亿美元	扩大失业救济、提供再就业培训、补贴失业人员以便他们能够通过原雇主继续缴纳医疗保险，以及扩大食品卷发放。
基础设施建设	900 亿美元	公路建设；联邦政府和其他公共设施建设；改善水质量、防洪及改善环境投资；铁路、地铁和燃气建设投资
公共部门就业	910 亿美元	
支持新能源支出	540 亿美元	改进国家能源生产传输系统，利用可再生能源；修缮房屋加强能源利用效率；增强低收入家庭房屋的御寒性能。
科技创新及推广 宽带网投入	160 亿美元	
支持医疗发展	241 亿美元	

资料来源：美国众议院网站

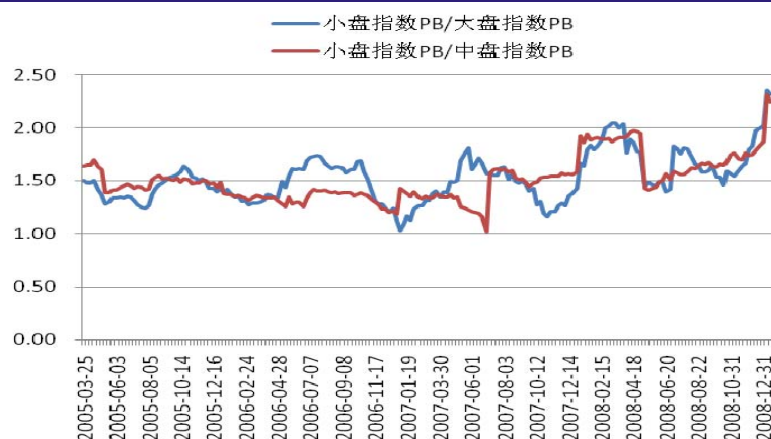
2009 年 2 月投资策略：轮涨

考虑到流动性回升和预期不断改善，我们判断，A 股延续反弹之势，在主题投资此起彼伏，风格和行业反复切换中推升行情。

风格向大市值类股切换

本轮反弹以来，小盘股已经经历了较大的涨幅。从相对估值看，小盘股市净率相对估值已经到了比较高的位置，大盘股更有优势。

图 8: 大中小盘股相对估值



资料来源：WIND，兴业证券

周期性行业按存货出清轮动，关注氮肥

1 月份，有色、钢铁、焦炭行业在存货出清价格回升的预期之下快速反弹。2 月份，基于这个主题，我们建议关注化工行业中的氮肥。

根据化工行业研究员的判断，氮肥后市有望回升。自 12 月下旬以来，已有赤天化、四川美丰、河池化工等多家厂商设备停车或低负荷生产，但经销商购买积极性仍然不高。近期国际尿素价格由于俄乌天然气争端而普遍上涨，美国海湾大颗粒尿素价格一个月内已上涨 9.8%，同时由于春耕用肥高峰即将到来，尿素需求相对稳定，价格也已基本下修到 06 年中期水平，预计后市价格将止跌并进入回升周期。

图 9：06 年以来氮肥价格（元/吨、美元/吨）

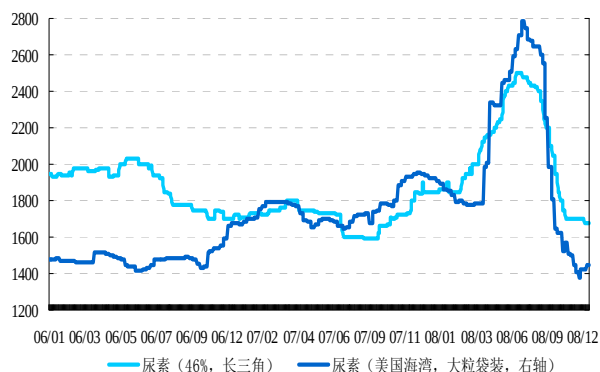
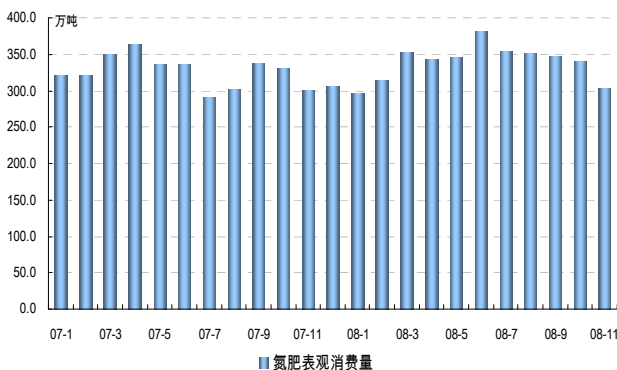


图 10：07 年以来国内氮肥表观消费量（万吨）



数据来源：化工在线、百川资讯

数据来源：中国石油和化学工业协会

十大行业振兴规划节后齐出，热点纷呈

十大产业中，钢铁、汽车产业振兴规划已经在 1 月 14 日获国务院通过。剩下八大产业的规划将在春节前后密集上报国务院，这些产业振兴规划制定和披露，将为 2 月市场制造诸多热点。

2 月荐股

华鲁恒升（600426）：自主创新铺就成长之路

- 技术和管理一流的化肥及化工企业，依托自主创新持续降低成本，未来有望通过输出技术和管理实现进一步成长。
- 虽然行业景气下滑，华鲁恒升保持领先对手的成本优势和经营稳健性这两点不会改变。
- 国务院大幅下调化肥行业出口关税，对于改善包括华鲁在内的化肥上市公司经营环境具有较大正面作用。
- 预计 08、09、10 年 EPS 分别为 0.82、0.98 和 1.20 元，维持“推荐”的投资评级。

业绩预测	2007A	2008E	2009E	2010E
收入（万元）	286784	345260	440141	510957
净利润（万元）	32029	40582	48679	59332
EPS（元）	0.65	0.82	0.98	1.20

资料来源：兴业证券研发中心

兴化股份（002109）：销铵产能将翻倍 期待资产注入

- 国内最大的硝铵企业，产能将翻倍。公司目前硝铵产能为 30 万吨，实际产量可达 32 万吨，公司 IPO 募投项目可望在 09 年 10 月完成，届时公司硝铵总产能将达 55 万吨，在国内市场地位将更加巩固。除此以外，公司还将拥有 10 万吨浓硝酸、30 万吨复合肥的生产能力。
- 硝铵行业格局特殊，下游需求旺盛。硝铵行业受到国家严格管制，产能增长有限。而我国依然处在重工业化的时代，对煤炭等矿产资源以及基础建设的需求将难以下滑，加上四川灾后重建需要大量的硝铵和全国范围内硝基复合肥的推广，预计我国硝铵需求未来 3 年的复合增长率可望达到 13% 以上。
- 公司生产技术优势强，合成氨未来将改为煤炭路线。公司硝铵采用的是法国 K-T 加压中和技术，属国际领先水平。而 IPO 项目中需要的合成氨将由天然气路线改为煤炭路线，成本将有所降低。公司目前硝铵出厂价 2950 元/吨，多孔硝铵出厂价 3300 元/吨，08 年上半年硝铵毛利率达 42%。
- 外延式增长：期待延长石油的资产整合。延长石油集团是我国仅有的四家拥有石油天然气勘探资格的公司之一，07 年原油产量超过 1000 万吨，销售收入 470 亿元，净利润 70 亿。目前和兴化集团共同投资了 40 亿元，建设 30 万吨合成氨、30 万吨甲醇、30 万吨联碱项目，如果延长石油能顺利成为公司的大股东，该部分资产有望注入上市公司。
- 催化剂：资产整合、基建投资导致行业景气回升

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	66,710	92,029	99,551	165,534
净利润(万元)	9967	19784	21118	29370
EPS(元)	0.27	0.50	0.59	0.82

资料来源：兴业证券研发中心

中国人寿(601628)：产品久期走出阶段性低点

- 保费收入结构进入调整期，09 年保费收入增长压力较大，但市场压力减轻，产品久期走出阶段性低点。主要表现为银保业务开始收缩，个险业务和期缴业务占比增加。预计 09 年在整个寿险行业规模处于萎缩及分红险成为行业亮点的情况下，公司的市场占有率得以保持。
- 当前利率水平下公司利差益仍有调节余地，09 年降息预期挑战成本底限。存量债券、有保底利率的定期存款和债权投资是公司 09 年投资收益的稳定器，如果利率降至 1% 左右，同时不考虑股权投资损益和债券浮盈兑现的情况下，我们测算公司投资收益率约为 2.6% 左右，高于其保单负债成本 30 - 40 个基点。这也是在整个经济下滑的大背景下，保险公司股权投资配置必须谨慎的主要原因。
- 股权投资浮亏与债券投资浮盈是公司盈利预期的两大变数。①公司未明确减值准备计提标准，08 年股权类投资减值准备成为影响利润的不确定因素。至 08 年 3 季度末公司可供出售金融资产中股权类投资浮盈约为 40 亿左右，其中中信证券贡献 98 亿左右，当期减值准备为 87.3 亿。②公司已有债券投资浮盈大幅增加。至 08 年 6 月末，公司交易类、可供出售类和持有到期类债券投资占比分别为 2.51%、56.41% 和 41.08%，目前只有交易类债券投资的浮盈在利润表中体现。
- 保监会发布关于保险业实施《企业会计准则解释第 2 号》有关事项的通知，规定包括境内、境外上市保险公司在内的所有保险公司，编制 2009 年年度境内、境外财务报告时应采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准，这为保险行业盈利提升留下想象空间。
- 我们预计公司 2008 年、2009 年和 2010 年每股收益分别为 0.43 元、0.53 元和 0.61 元，其估值区间为 28.91 - 32.09 元，维持“推荐”的投资评级。

- 风险：公司的负债成本虽然在保险类上市公司中处于最低水平，但是 09 年银保渠道大量的趸缴 5 年期保险仍给公司中长期经营带来压力。

	2007E	2008E	2009E	2010E
收入 (万元)	28129400	33232700	28829700	31197100
净利润 (万元)	2829700	1225800	1487100	1733600
净利润增长率 (%)	95.43%	-56.68%	21.32%	16.58%
EPS (元)	0.99	0.43	0.53	0.61

交通银行 (601328)：兼具大行优势和灵活机制

- 公司信贷业务优势显著，吸储和定价能力高于同业
- 混业条线全面，未来手续费收入稳健增长可期
- 业绩预测：08-10 年复合增速 31%
- 风险提示：宏观经济滞胀，资产质量持续恶化

	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润增长率	62%	62%	13%	23%
EPS	0.42	0.68	0.77	0.95
BVPS	2.58	3.04	3.59	4.26

资料来源：兴业证券研发中心

安信信托 (600816)：弱周期性开始显现

- 中信信托的产品结构调整有利于其规模的稳定和报酬率的提升。一是主动型产品期限多为 3-5 年，而被动型产品期限多为 1-2 年；二是主动型产品报酬率均为 1%以上，而被动型产品报酬率基本为 3%-5%左右。
- 中信信托主动性信托产品快速增长，占公司信托比重约上升至 19%，比其实提升了 7 个百分点左右。公司在产业基金项目上具备较强优势，拥有较多储备项目，受益于国家拉动内需、促进经济增长的政策；公司的房地产信托项目将受益于我国对 REITS 的扶持；公司其他创新产品的培育将迎来较好的发展时期。其中，PE 项目将进入规模稳定增长、低成本项目介入、高收益的阶段；银行套利基金、不良贷款信托等将在 09 年取得进一步增长。
- 降息后存款的低收益使储蓄重新出现分流现象，有利于公司被动型信托规模的稳定。
- 中信信托的固有资产配置未发生较大变化，对降息并不敏感。①短期资金仍为短期贷款为主，规模在 18 亿左右，利率仍保持在 30%以上，对降息并不敏感；②长期资金主要包括长期股权投资和信托计划，经济环境和资本市场环境造成上述投资对当期利润水平贡献度降低，但是对长期收益影响较小。
- 公司的重组工作已接近 2 年，其进程对公司估值影响较大。重组成功可提高股东的回报，反之则股东利益受损。①如果公司重组成功，其 2008 年、2009 年 2010 年的每股收益为 0.1 元（重组前）、0.633 元和 0.921 元。我们盈利预测变化的主要原因是中信信托在信托手续费收确认方面较为保守，而信托转型后信托产品收益也将在 2010 年后开始释放。合并后的公司合理估值区间为 24.52 元-26.4 元。②如果公司不进行重组，则其 2008 年、2009 年 2010 年的每股收益为 0.1 元、0.1 元和 0.1 元，合理估值区间 2.88 元-3.1 元。
- 风险因素：利率变动；经济波动；项目选择能力；增发尚未完成。

	2007E	2008E	2009E	2010E
收入 (万元)	13016	212132	214197	245097
净利润 (万元)	4036	105349	114927	167225
净利润增长率 (%)	-	-	9.09%	45.51%
EPS (元)	0.09	0.58	0.633	0.921

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
观 望: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元戡 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoym@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-68419393-1065 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。