

李彦霖 张忆东

策略研究员

021-3856 5943

liylin@xyzq.com.cn

按复苏找机会 可选消费和科技

2009年4月2日

报告关键点

企业盈利下降最快时期已过

下一个关注来自可选消费和
中游原材料行业。

强烈看好金融、地产、煤炭

相关报告

20090323《复苏萌芽，继续看
多》20090319《美股中级反弹
催生 A 股机会》

20090223《行情没有结束》

20090225《三通、CECA、海
西-福建板块投资机会》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

投资要点

- 上周观点回顾：经济复苏逐步明朗，行情进入提升期。强烈看好金融（银行、证券、保险、信托）、地产、煤炭的板块性机会。
- **企业盈利下降最快的时期已过。**随着政府投资、流动性放松对经济的带动作用开始，需求将有所好转，毛利率向正常水平回归。但是，利润仍处于下降通道，负面冲击主要来自收入增速的下降和费用率的上升。
- 随经济复苏，下一步可关注出现复苏征兆的可选消费行业和利润率已步入负区间的原材料行业。1-2 月份工业品行业相对较好的利润表现，已经反映在股票市场上。
- **政策惊喜连连，制造市场热点 - 创业板**（关注实质性受益类股）、区域经济（上海本地股仍值得关注，两中心建设、浦东扩版、世博倒计时一周年）。4 万亿投资、十大产业振兴规划之后，政策并没有进入真空期。
- **投资策略：复苏分化结构性机会，资金推升指数化行情**
 - ✓ **复苏受益+通胀预期：**金融（银行、证券、保险、信托）、煤炭、可选消费（地产、家电、餐饮旅游等）、信息科技；造纸、电子元器件等利润有望环比上升、估值相对偏低的行业；
 - ✓ **外延式增长机会：**关注产业政策落实所引发的资金投入、资产注入、并购重组，关注军工、船舶、电子信息、装备制造等；
 - ✓ **主题投资：**区域经济发展（关注东部的海西、上海等；中西部的成渝/武汉/长株潭/关中等），科技泡沫（创业板、新能源、生物医药等）。

目 录

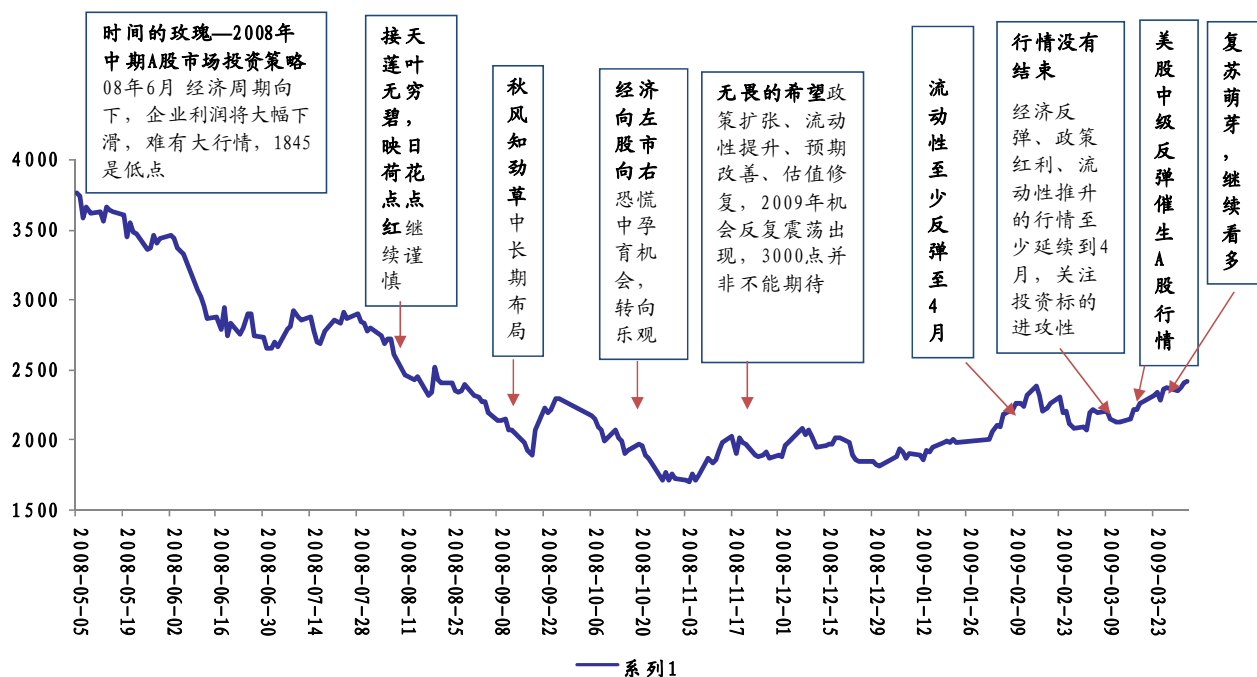
回顾：金融、地产、煤炭引领指数创新高	- 3 -
利润好转趋势从必需消费到可选消费，从工业品到原材料.....	- 3 -
趋势展望：企业盈利下降最快时期已过	- 3 -
行业比较：下游、工业品情况稍好，受益于成本、刚需和政策.....	- 4 -
行业展望：下一个走出困境的是可选消费和原材料行业.....	- 5 -
政策红利惊喜连连，制造市场热点	- 7 -
创业板：利好而非利空	- 7 -
区域经济：上海热点缤纷	- 8 -
投资策略：资金推升指数化行情 复苏分化结构性机会.....	- 8 -
图 1 兴业证券策略重要观点回顾	- 3 -
图 2 需求随政府投资和海外触底进程回升	- 4 -
图 2 上游行业利润向中下游行业转移	- 5 -
图 3 上海市星级酒店入住率回升	- 6 -
图 4 汽车销量、产量 2 月绝对量、同比增速都回升.....	- 6 -
图 5 黑色金属、有色金属冶炼行业利润率进入负区间，进一步下降空间有限.....	- 7 -
图 6 创投企业通过 IPO 方式退出的回报率远高于场外推出	- 8 -
图 7 行业 PB 估值 K 线图.....	- 9 -
图 8 行业相对大盘 PB 估值 K 线图.....	- 9 -
表 1: 1-2 月工业企业利润	- 4 -
表 2: 上中下游行业比较	- 4 -
表 3: 上游行业——前两月煤炭稍好，利润维持增长.....	- 10 -
表 4: 中游原材料行业——前两月钢铁有色陷入行业性亏损.....	- 10 -
表 5: 中游工业品行业——前两月电气机械毛利回升最快.....	- 11 -
表 6: 下游行业——前两月必需消费好于其它.....	- 12 -

回顾：金融、地产、煤炭引领指数创新高

3月23日的策略报告中，我们提出：继续看多！看多的逻辑在此前系列观点上进一步深入：政策红利和流动性充裕依然，而经济复苏逐步明朗，行情进入提升期。

投资主线——经济复苏+通胀预期：强烈看好金融（银行、证券、保险、信托）、地产、煤炭的板块性机会。

图1 兴业证券策略重要观点回顾



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

利润好转趋势从必需消费到可选消费，从工业品到原材料

趋势展望：企业盈利下降最快时期已过

1-2月工业企业利润数据与经济艰难复苏的判断相呼应，盈利下降最快的时期可能已经过去。随着政府投资、流动性放松对经济的带动作用开始，需求较最黑暗的时刻将有所好转，毛利率向正常水平回归。

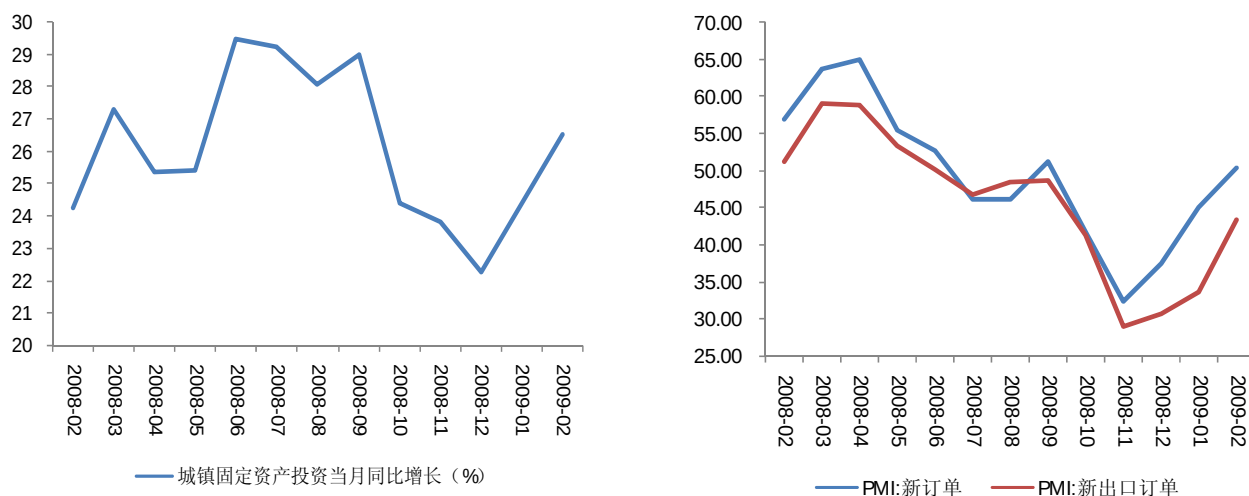
当然，需求只是好转，未必高速增长；毛利只是向正常回归，不会大幅提升。因此，企业利润同比增速可能会继续下滑，负面冲击主要来自收入增速的下降和费用率的上升。

根据我们自上而下的预测模型显示，09年四季度企业利润同比增速才有望提升。

表 1: 1-2 月工业企业利润

时间	增长率指标		利润率分解			行业生存状况
	产品销售 收入增速(%)	利润总额 增速(%)	利润率 (%)	毛利率 (%)	三项费用率 (%)	亏损企业单位数 /企业单位数(%)
本期 (2009-02)	-3.12	-37.27	3.62	14.65	8.62	25.34
上期 (2008-11)	24.14	4.89	5.48	14.18	7.55	17.97
去年同期 (2008-02)	27.41	16.5	5.57	15.28	7.72	22.28

资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 2 需求随政府投资和海外触底进程回升


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

行业比较: 下游、工业品情况稍好, 受益于成本、刚需和政策

09 年前 2 个月, 下游行业、工业品行业的情况好于上游行业、原材料行业, 公用事业利润下降速度开始放缓。下游、工业品行业整体收入维持增长, 毛利率已经止跌回升; 而上游、原材料行业仍处于收入下降, 毛利率继续下跌的情境。由此可以推测, 下游、工业品行业整体库存消化比原材料行业更快完成。随着资源品价格的下降, 利润分配开始从上游行业向中下游行业转移。

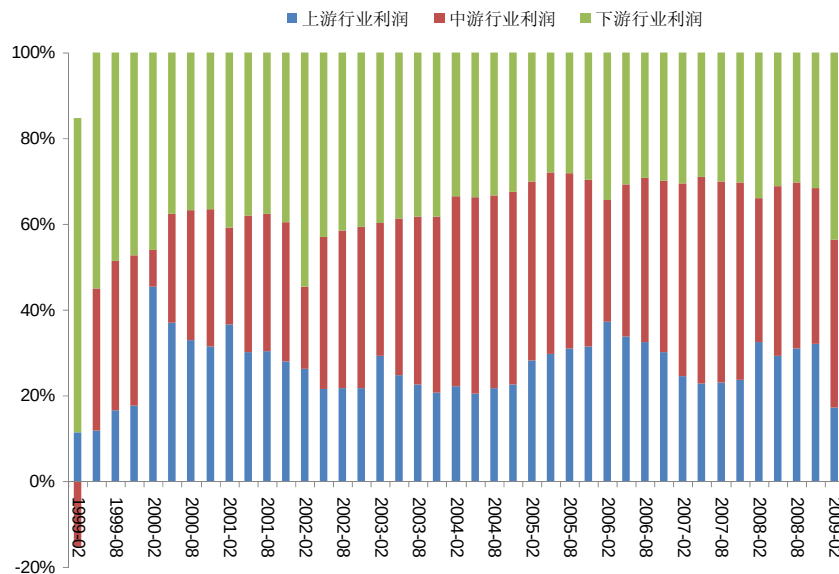
表 2: 上中下游行业比较

	上游 行业	原材料 行业	工业品 行业	下游 行业	公用事业	小结
产品销售收入增速	-11.74	-7.04	2.34	3.05	5.61	下游 > 工业品 > 原材料 > 上游
利润总额增速	-65.97	-63.19	-14.27	-19.15	-66.16	工业品 > 下游 > 原材料 > 上游
毛利率较上一期变动	-11.99	-1.11	0.50	1.49	1.42	下游 > 工业品 > 原材料 > 上游
利润率较上一期变动	-14.18	-2.48	-1.39	-0.72	-0.67	下游 > 工业品 > 原材料 > 上游
利润率绝对水平	10.57	1.75	4.23	4.30	0.61	上游 > 下游 > 工业品 > 原材料

资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

- 上游行业中，煤炭行业仍然维持增长；石油开采、黑色金属矿采选、有色金属矿采选利润都进入负增长区间。
- 原材料行业，非金属矿物制品行业收入维持增长，利润降幅也小于其他子行业；黑色金属冶炼、有色金属冶炼陷入行业性亏损。
- 工业品行业，通用设备、专用设备、电气机械毛利率回升，电气机械行业毛利回升最快，需求受“4 万亿”及相关政府投资的拉动比较明显，成本受益于上游资源品价格的回落。
- 下游行业，食品制造、医药制造等必须消费品行业虽然收入增速有所下降，但随着毛利率回升，利润率也出现回升；交通运输设备、通信设备等可选消费行业仍处于收入、利润、毛利率齐降的过程中；纺织服装行业受益退税率提高，利润增速回升。（详细数据见文末）

图 2 上游行业利润向中下游行业转移



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

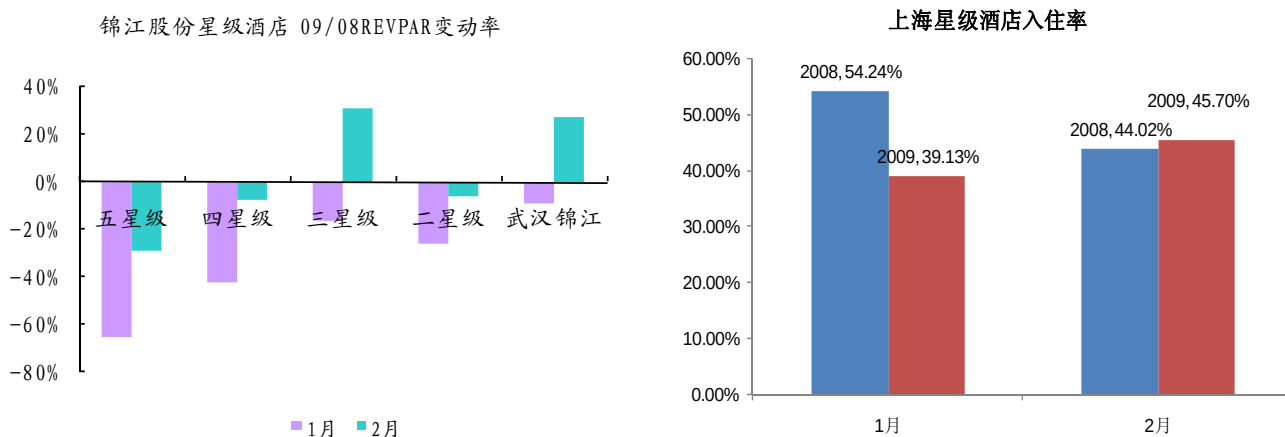
行业展望：下一个走出困境的是可选消费和原材料行业

1-2 月份下游行业、中游工业品行业、中游原材料中的非金属矿物制品行业的相对较好的利润表现，和前期市场行业表现相吻合，或者说趋势已经得到了充分反映。需要关注的是，接下来将会走出困境的行业。

政府投资的拉动作用由点向面延伸。1-2 月数据表现比较突出的“点”是非金属矿物制品。我们判断，随着投资力度加大和乘数效应的展开，上游的原材料行业，以及与就业、收入紧密相关的可选消费行业将逐步受益。

一些可选消费行业出现复苏征兆。如旅游酒店，上海市星级酒店 2 月入住率较 1 月明显回升，已经超过了 08 年同期水平；汽车 2 月份销量和产量，无论绝对值还是同比增速都大幅回升，销量回升到 08 年 5 月的水平，市场需求总体呈现复苏的趋势。

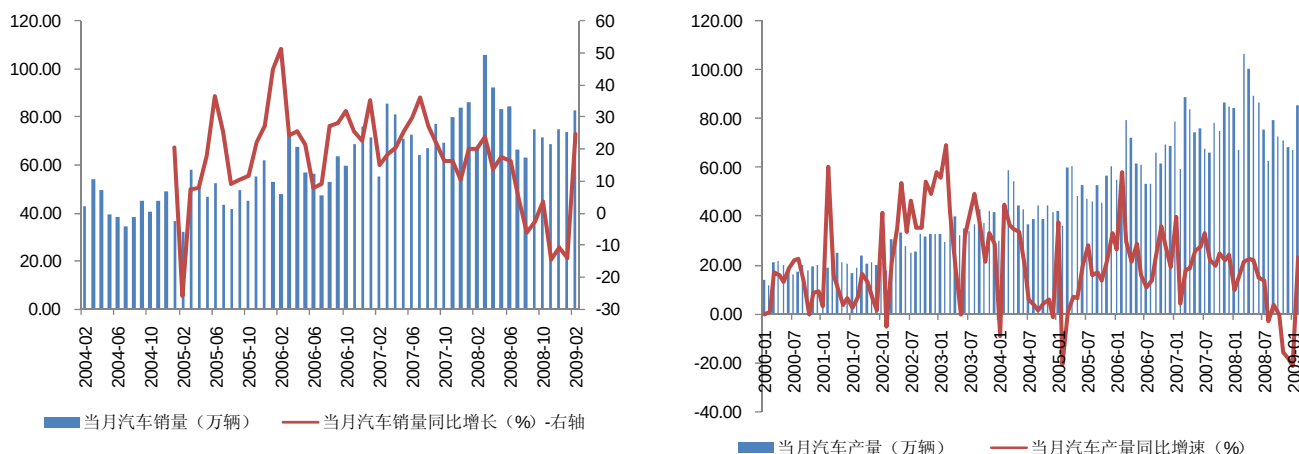
图 3 上海市星级酒店入住率回升



资料来源：上海旅游日报系统，兴业证券研发中心

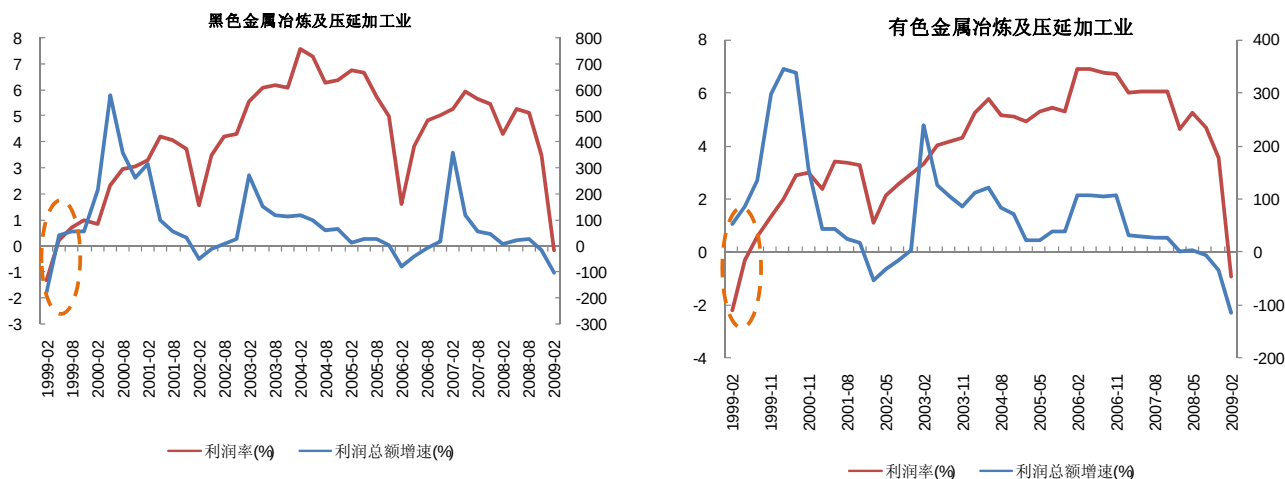
利润下降最快的中游原材料行业，黑色金属、有色金属冶炼行业利润率为负，意味着部分企业可能因此而退出行业，也就封锁了价格进一步下跌的空间。

图 4 汽车销量、产量 2 月绝对量、同比增速都回升



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图5 黑色金属、有色金属冶炼行业利润率进入负区间，进一步下降空间有限



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

政策红利惊喜连连，制造市场热点

4 万亿投资计划、十大产业振兴规划之后，政策没有进入真空期，市场似乎也没有出现“审美疲劳”。相反，创业板、上海相关的政策惊喜，接连制造市场热点。

创业板：利好而非利空

筹划 11 年之久的创业板终于在这个非常时刻出台。中国证监会 2009 年 3 月 31 日发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，办法自 5 月 1 日起实施，这意味着筹备十一年之久的创业板有望于年内正式推出。

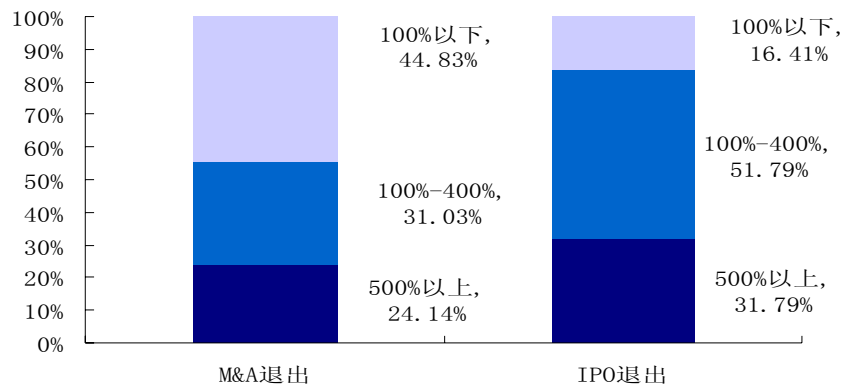
创业板是利好而非利空。创业板对于 A 股主板的分流资金的效应，并不明显，因上市公司规模远低于主板，初期 200 家公司可能市值才 400 亿元左右。

宏观上，创业板推出初期虽然规模小，对于经济却可能发挥巨大的乘数效应。虽然银行信贷在 09 年前两个月放出天量，但是从其结构可以看出民营企业中小企业分得的羹并不多。创业板的巨大意义在于，为民间投资资金提供了有效的退出机制和场所，有利于缓解中小企业的融资问题，进而促进民间投资、消费和就业。

微观上看，创业板推出后，相关个股将分化。（（详见我们的专题策略报告《创业板的金砖和土块》））

创业板主题投资中，我们不看好那些裹着“黄纸的土块”（通过参股创投公司而间接受益于创业板、创投公司质地很差、以前从创投公司取得的受益（比如分红、管理费等）很少甚至没有、未来从创投公司取得的受益对于业绩的贡献度可以忽略），由于涨幅过大，已经积累了较高的风险，“见光死”的一般规律意味着他们面临获利了结的巨大风险。

图 6 创投企业通过 IPO 方式退出的回报率远高于场外推出



资料来源：清科，兴业证券研发中心

我们看好直接从创业板得到“金砖”的公司（有较强项目投资能力、本身是创投或类创投的主板上市公司，创业板给他们带来的实质性益处更直接）。对于那些主业有安全边界、并持有优秀创投公司股权的 A 股公司，相比纯题材股稍好，但是，毕竟还是间接受益，业绩爆发增长的杠杆效应不明显。因此，特别看好，有产业整合经验的中小型 A 股科技公司。

另外，创业板的推出，对于信托、券商、保险也构成长远利好。

区域经济：上海热点缤纷

我们反复提示区域经济热点。原因在于，我们认为，关于城市群建设的规划、优惠扶持政策将是下一步调整类政策的重点。中国经济区域发展的不平衡、中国城镇化进程远未结束，都是推动中国经济持续发展的动力。

上期报告中，我们提示：关注东部“点”－海西、上海(世博/浦东/两中心)、广珠、海南、北部湾、滨海等；中西部“面”－(重庆两江新区/武汉城市群/长株潭城市群/皖江淮城市群/关中)。

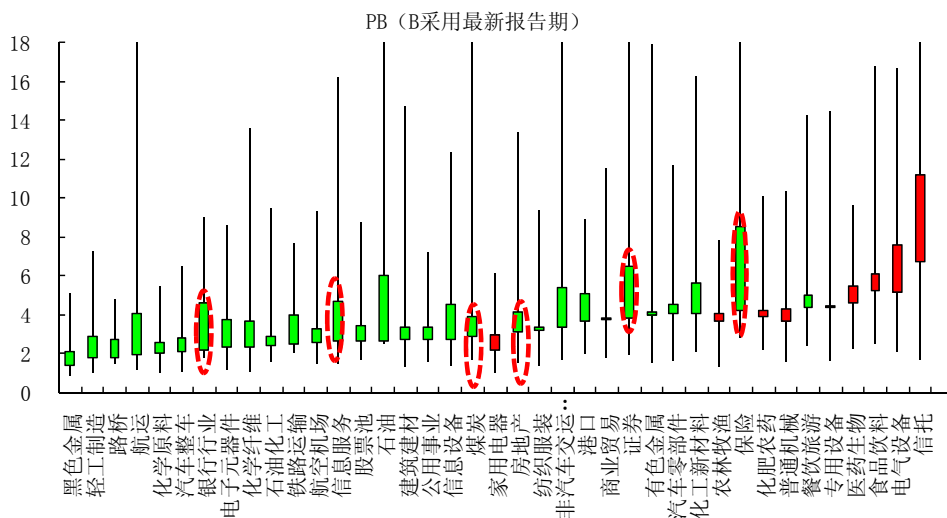
东部“点”中，上海本地股仍值得关注。“金融中心”和“航运中心”建设相关的措施将陆续出台、围绕航运中心建设的浦东版图扩张、世博会于 2009 年 5 月 1 日进入倒计时一周年等。因此，可继续关注上海本地金融、地产、商业、旅游等行业上市公司。

投资策略：资金推升指数化行情 复苏分化结构性机会

伴随经济复苏的明朗化，股市进入新高潮。由于前期有不小的涨幅，对未来经济走势分歧也较大，因此，行情可能面临结构性分化。我们认为，受益于经济复苏

预期的金融、地产、煤炭等大市值板块将推升指数上涨，而此前主题投资相关的题材股面临调整、分化的压力。

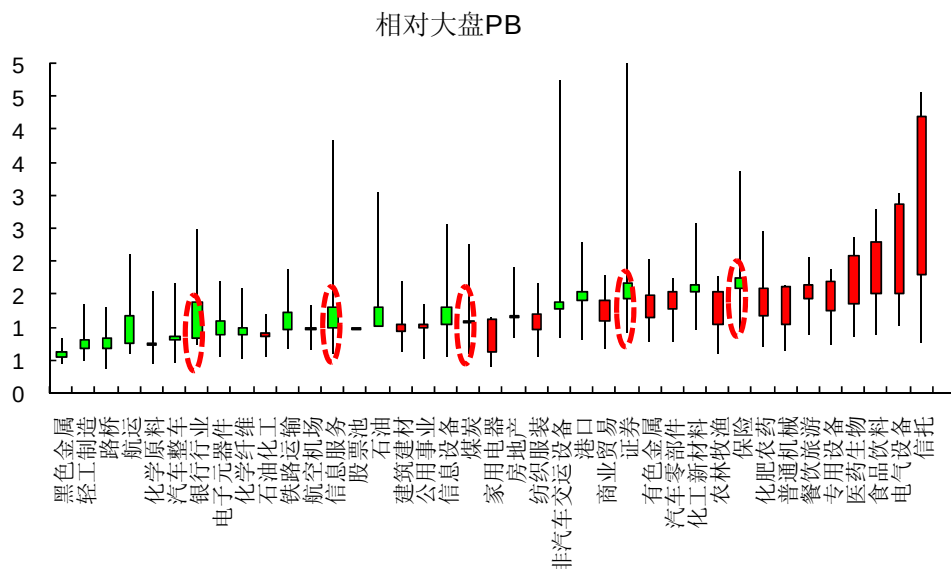
图 7 行业 PB 估值 K 线图



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

注：开盘价表示历史平均 PB，收盘价表示最新 PB，最高价和最低价分别表示最高 PB 和最低 PB

图 8 行业相对大盘 PB 估值 K 线图



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

注：开盘价表示历史平均相对 PB，收盘价表示最新相对 PB，最高价和最低价分别表示最高相对 PB 和最低相对 PB

我们看好，围绕三条主线的投资机会。

- 复苏受益+通胀预期：立足复苏，强烈看好金融（银行、证券、保险、信托）、

地产、煤炭的趋势性机会，看好可选消费行业的反弹机会（家电、消费电子、餐饮旅游等），看好信息高科技的反弹；看好造纸、电子元器件等受益成本下降、供求关系好转、利润有望环比上升，同时估值相对偏低的行业。而通胀预期重至，看好煤炭、新能源、大宗商品等周期性行业，但大宗商品由于短期涨幅过大，关注个股分化。

- 外延式增长机会：关注产业政策落实所引发的资金投入、资产注入、并购重组，关注军工、船舶、电子信息、装备制造、汽车等。
- 主题投资：区域经济发展（关注东部的海西、上海等；中西部的成渝/武汉/长株潭/关中等），科技泡沫（创业板、新能源、生物医药等）。

表 3：上游行业——前两月煤炭稍好，利润维持增长

		增长率指标		利润率分解			行业生存状况
		产品销售 收入增速	利润总 额增速	利润率	毛利率	三项费用率	亏损企业单位数 /企业单位数
煤炭开采 及洗选业	本期	20.76	15.02	10.79	28.42	14.80	18.28
	上期	63.38	133.72	14.68	31.81	14.07	9.51
	去年同期	40.80	66.84	10.99	29.78	16.00	14.23
石油和天然气开采业	本期	-46.46	-86.06	12.95	27.60	10.04	37.23
	上期	33.75	37.51	44.84	56.01	4.37	22.12
	去年同期	42.07	61.23	51.13	62.06	4.22	25.84
黑色金属矿 采选业	本期	-17.80	-65.84	8.31	22.75	9.47	18.95
	上期	61.79	107.24	18.70	29.14	7.45	10.65
	去年同期	94.09	211.78	20.73	31.77	7.84	11.10
有色金属矿 采选业	本期	-15.24	-53.83	7.93	19.66	9.10	23.37
	上期	22.16	-4.09	15.48	25.65	7.50	17.91
	去年同期	20.46	-11.99	15.64	27.19	8.33	17.67
非金属矿 采选业	本期	26.54	-11.57	5.34	20.27	10.85	14.14
	上期	41.31	46.07	7.82	22.88	10.28	9.19
	去年同期	43.61	44.91	7.31	23.05	12.22	12.26

表 4：中游原材料行业——前两月钢铁有色陷入行业性亏损

		增长率指标		利润率分解			行业生存状况
		产品销售 收入增速	利润总 额增速	利润率	毛利率	三项费用率	亏损企业单位数 /企业单位数
石油加工、炼焦及核 燃料加工业	本期	-23.97	160.17	4.87	22.66	5.06	28.19
	上期	29.88	-613.65	-6.06	-1.62	4.39	20.73
	去年同期	30.87	-232.24	-6.32	-0.55	3.93	20.92

非金属矿物 制品业	本期	16.61	-3.57	4.41	14.89	9.17	21.64
	上期	30.80	27.66	6.06	15.57	8.64	16.60
	去年同期	29.12	53.48	5.19	15.92	9.39	21.09
黑色金属冶炼及延压 加工业	本期	-11.86	-103.01	-0.15	5.71	5.24	31.94
	上期	34.50	-13.70	3.51	8.64	4.62	23.50
	去年同期	38.67	12.18	4.33	9.97	4.92	22.11
有色金属冶炼及延压 加工业	本期	-24.79	-115.08	-0.94	4.86	5.51	31.71
	上期	15.06	-34.11	3.54	8.75	3.97	23.82
	去年同期	26.99	1.60	4.63	10.64	4.14	24.27
化学原料及化学制品 制造业	本期	-7.39	-49.27	2.73	14.02	10.22	24.38
	上期	24.21	0.16	5.10	14.26	8.76	15.28
	去年同期	29.36	15.93	5.12	14.78	8.95	20.25
化学纤维 制造业	本期	-22.23	-110.54	-0.30	5.45	7.23	30.96
	上期	5.84	-74.89	0.93	6.20	4.82	26.71
	去年同期	16.62	-0.19	2.01	7.04	5.12	28.37
橡胶制品业	本期	-2.43	-45.36	2.30	12.53	8.94	22.43
	上期	21.03	-7.02	3.94	12.42	7.65	15.63
	去年同期	26.97	17.94	4.11	13.04	8.07	19.97
塑料制品业	本期	2.42	-4.15	3.50	12.66	8.01	25.34
	上期	19.48	11.48	4.12	12.32	7.17	18.24
	去年同期	23.60	30.93	3.76	13.18	7.58	22.21

表 5: 中游工业品行业——前两月电气机械毛利回升最快

		增长率指标		利润率分解			行业生存状况
		产品销售 收入增速	利润总 额增速	利润率	毛利率	三项费用率	亏损企业单位数 /企业单位数
造纸及纸 制品业	本期	-2.25	-40.80	3.05	12.05	8.34	25.20
	上期	21.86	12.78	5.35	12.68	8.10	18.10
	去年同期	26.89	33.13	5.06	13.76	7.57	20.52
通用设备 制造业	本期	5.91	-4.43	5.05	15.22	9.28	24.68
	上期	28.59	20.36	5.99	15.16	8.64	13.77
	去年同期	32.49	43.99	5.63	15.50	9.33	19.96

专用设备制造业	本期	11.08	-13.37	4.43	16.57	10.84	28.00
	上期	28.77	9.37	6.18	16.47	9.93	17.81
	去年同期	30.73	35.93	5.90	16.85	10.72	24.62
电气机械及器材制造业	本期	-1.40	-15.97	3.71	14.95	10.09	29.61
	上期	22.03	22.47	4.96	13.92	8.55	17.40
	去年同期	26.95	38.64	4.27	14.40	9.53	24.45
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	本期	5.91	-4.43	5.05	15.22	9.28	24.68
	上期	28.59	20.36	5.99	15.16	8.64	13.77
	去年同期	32.49	43.99	5.63	15.50	9.33	19.96

表 6：下游行业——前两月必需消费好于其它

		增长率指标		利润率分解			行业生存状况
		产品销售 收入增速	利润总额 增速	利润率	毛利率	三项费用率	亏损企业单位数 /企业单位数
农副食品加工业	本期	14.79	-8.00	3.87	11.08	5.51	13.35
	上期	35.70	20.75	3.91	10.85	5.59	12.60
	去年同期	41.57	60.61	4.89	11.57	6.19	13.75
食品制造业	本期	12.30	15.71	7.02	21.58	13.35	17.86
	上期	28.51	26.88	5.91	19.56	13.64	16.81
	去年同期	31.68	38.98	6.65	19.89	12.09	19.24
饮料制造业	本期	14.83	9.88	9.11	26.89	15.73	17.63
	上期	24.12	21.15	8.45	27.45	15.91	16.27
	去年同期	25.23	20.18	9.46	29.56	15.48	19.95
纺织业	本期	3.36	-10.29	2.60	9.78	6.56	25.30
	上期	14.75	9.28	3.64	10.61	6.63	18.82
	去年同期	17.08	17.14	2.96	10.54	6.43	24.13
纺织服装、鞋帽制造业	本期	9.40	15.63	4.93	15.29	8.94	24.00
	上期	17.21	13.02	4.21	14.05	8.50	22.77
	去年同期	19.75	13.65	4.29	14.88	9.01	24.59
医药制造业	本期	18.96	19.85	9.22	31.92	21.07	23.01

	上期	25.84	29.12	9.83	30.69	20.42	20.93
	去年同期	32.11	51.63	9.01	31.67	21.33	24.09
交通运输 设备制造业	本期	-3.89	-40.44	3.52	13.76	8.98	29.19
	上期	22.83	15.70	6.01	14.37	7.91	18.54
	去年同期	30.03	42.54	5.51	14.94	8.43	23.39
通信设备、 计算机及 其他电子设备 制造业	本期	-15.93	-96.31	0.14	9.00	8.22	43.46
	上期	11.44	1.07	3.20	9.79	6.45	27.46
	去年同期	15.05	37.74	3.07	10.32	6.24	32.78

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
中 性：相对大盘涨幅在-5%部~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: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 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。