

李彦霖 张忆东

策略研究员

021-3856 5943

liylin@xyzq.com.cn

看多，宏观数据改善的受益者

2009年4月9日

报告关键点

流动性的故事没讲完；很差的
一季报是利空释放；估值未完
全透支预期

大盘股推升指数化行情

可选消费+科技（新能源、IT、
生物）+出口

相关报告

20090402《按复苏找机会，可
选消费和科技》

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》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

投资要点

- 在多数人看空的时候看多，需要勇气；在多数人看多的时候继续看多，也需要勇气。我们选择，继续看多，因为逻辑基础还没有被透支。
- 流动性的故事没讲完。天量新增信贷引发对信贷失速风险的担忧。但我们同样需要关注，政策的应对。经济是政府投资启动而民间投资疲弱下的复苏，因此，还远未到收紧流动性的时候。可能出台以下政策对冲信贷失速的风险，银行信贷从支持中央项目为主转向地方项目；下调存款准备金率；下调存款利率等。而这些都将继续为A股行情提供支持。
- 很差的一季报是利空释放。1-2月工业企业利润同比下降37%，非金融类上市公司可能比工业企业利润波动更大。但这只是对过去一个季度的反映，而一些经济指标和先行指标已经指示出好转的趋势。
- 估值未完全透支预期。整体估值离均值尚有空间。目前10年期国债收益率在3.1%左右，A股整体市盈率的倒数比其高出2.33个百分点，从2000年以来这一差值的平均值约1.12个百分点。但是，估值结构反映分化需要。中盘股、小盘股的PE（TTM）分别达到38倍、42倍，而大盘股PE仅17倍左右。
- 投资策略：未来，伴随经济复苏，业绩预期好转，将提升中大市值类股的机会，推升指数上涨，而中小盘股估值偏高，将面临分化、调整的压力。
- （继续推荐）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；
- （新增推荐的视角）出口数据环比改善引发的反弹：纺织、家电、电子、家具等行业出口比例大的公司，我们筛选出相关股票组合。
- 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（关注东部的珠海、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

继续看多，震荡分化的指数行情	- 3 -
流动性的故事没讲完	- 3 -
很差的一季报是利空释放	- 4 -
估值未完全透支预期	- 5 -
投资策略：从“小”变“大”，可选消费+出口	- 6 -
出口改善受益组合	- 6 -
图 1 兴业证券策略重要观点回顾	- 3 -
图 2、银行 2009 年一季度新增信贷放量	- 4 -
图 3、工业企业利润增速和非金融上市公司净利润增速有很强的相关性	- 5 -
图 4 整体估值离均值尚有空间	- 5 -
图 5 市盈率的倒数和国债收益率之差仍高于均值	- 6 -
图 6 中小盘股估值畸高	- 6 -
图 7、美国零售降幅趋缓，欧盟、日本仍处于下降过程	- 7 -
图 8 美国零售分行业增速——服装及服装配饰	- 7 -
图 9 美国零售分行业增速——电子和家用电器	- 7 -
图 10 美国零售分行业增速——日用商品	- 7 -
图 11 美国零售分行业增速——家具	- 7 -
图 12 美国批发商库存销售比	- 8 -
表 1：出口受益组合	- 8 -

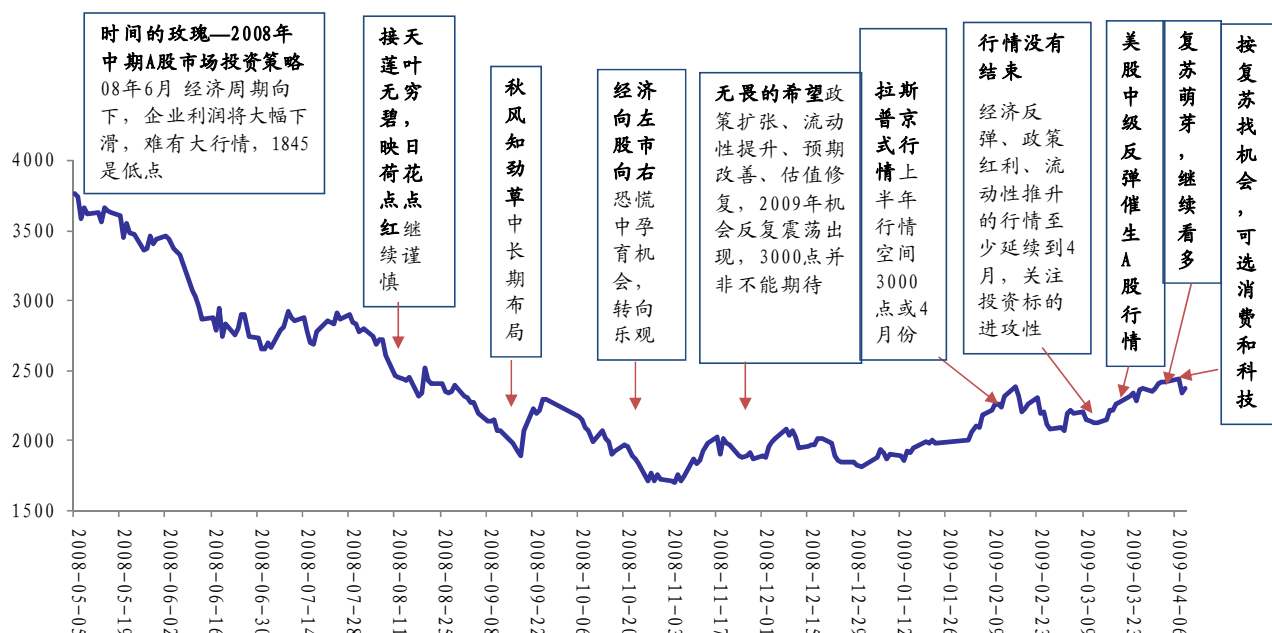
继续看多，震荡分化的指数行情

近期，卖方基本上全面翻多，而一些买方将此作为应当对行情谨慎的信号。这一开始也让我们有些担心，会再蹈一致预期的覆辙吗？在多数人看空的时候看多，需要勇气；在多数人看多的时候继续看多，也需要勇气。

但是，既然支持我们逻辑的关键因素并没有改变（政策红利、流动性充裕和经济复苏渐明朗），我们坚持，继续勇敢地看多。

市场担忧，信贷天量难以维持；季报可能低于预期；估值高了。而这些因素，在近期，我们认为，还不至于对行情形成大的威胁。

图1 兴业证券策略重要观点回顾



资料来源：兴业证券研发中心

流动性的故事没讲完

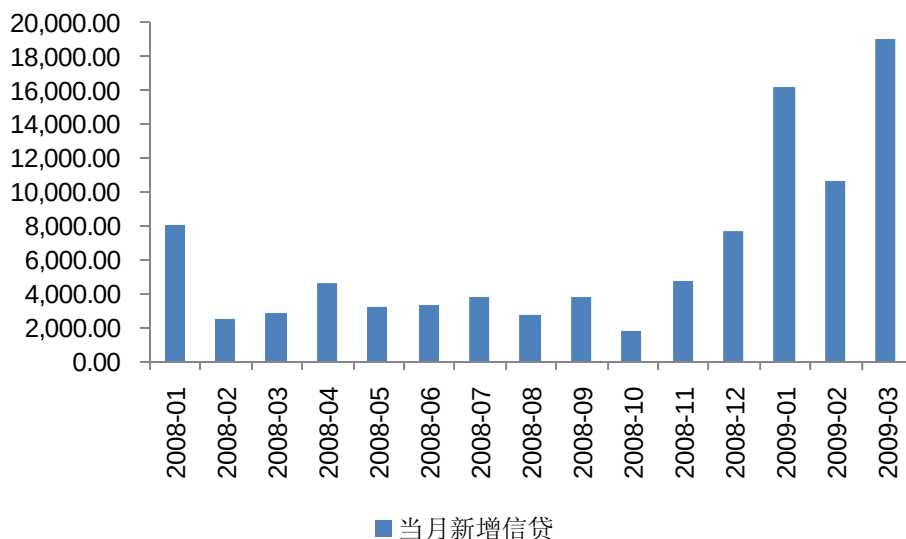
3月份的新增信贷额，是近两周最具戏剧性的传闻。从初始的5000亿到8000亿，再到1万亿、1.2万亿，最终变成1.9万亿，两周之内翻了两番不止。而如此天量的新增信贷金额，也让人开始担心，信贷失速的风险。

- 中央项目贷款可能瓜分完毕。按此数据，2009年一季度新增信贷将达4.5万亿，按政府工作报告中09年全年新增信贷5万亿以上的说法，保底的目标几

乎已完成了。并且，这 4.5 万亿中，项目贷款预计在 1 万亿以上，也就意味着中央投资项目的配套贷款基本上瓜分完毕。

- 高信贷引发监管部门对资产质量、信贷风险的关注，可能影响贷款发放。

图 2、银行 2009 年一季度新增信贷放量



数据来源：WIND，兴业证券研发中心

注：2009 年 3 月来自媒体报道

但是，既然从 08 年底以来预期的变化、流动性的变化、经济复苏的萌芽等等，都和政策密切相关，那么此时，我们同样需要关注，政策的应对。

我们关注信贷失速的风险，管理层同样会关注。虽然经济开始了复苏之路，但是，仍是在非常低的水平上的复苏；是在大规模财政投资下的复苏；是在国有部门启动，而民间投资需求依然疲弱下的复苏。因此，还远未到收紧流动性的时候。

可以预期的政策应对包括：银行信贷从支持中央项目为主转向地方项目；下调存款准备金率；下调存款利率等。而这些都将继续为 A 股行情提供支持。

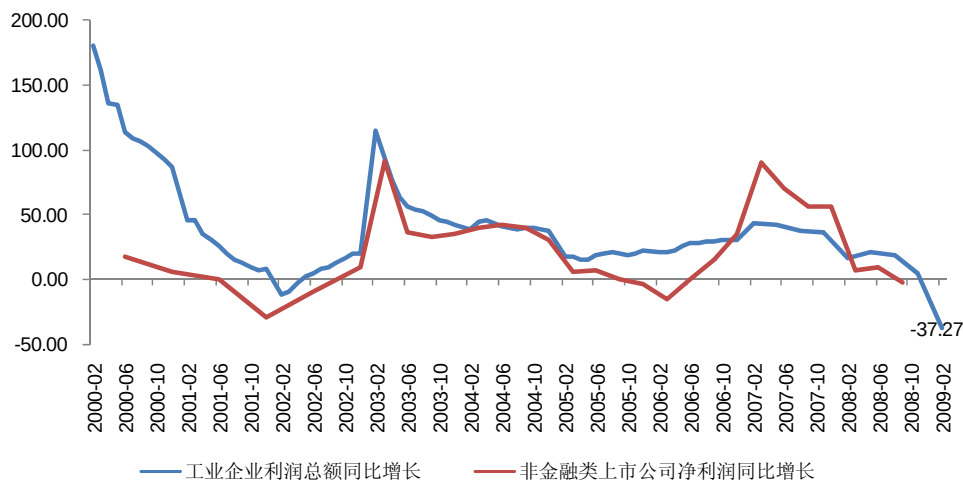
很差的一季报是利空释放

一季报会很差。1-2 月工业企业利润同比下降 37%，已经反映了这一点。从历史数据看，非金融类上市公司的利润增速和工业企业利润增速走势非常一致，甚至，由于会计操作等原因，比工业企业利润波动更大。

市场会因此而震荡，但不会改变趋势。原因在于，这只是对过去一个季度的反映，而一些经济指标和先行指标，比如投资、发电量、PMI 等，已经指示出好转的趋势。如果在一季报披露之前，投资者会因此而担忧，那么在一季报披露之后，关

注的焦点则完全可以转向未来业绩改善的可能。

图 3、工业企业利润增速和非金融上市公司净利润增速有很强的相关性



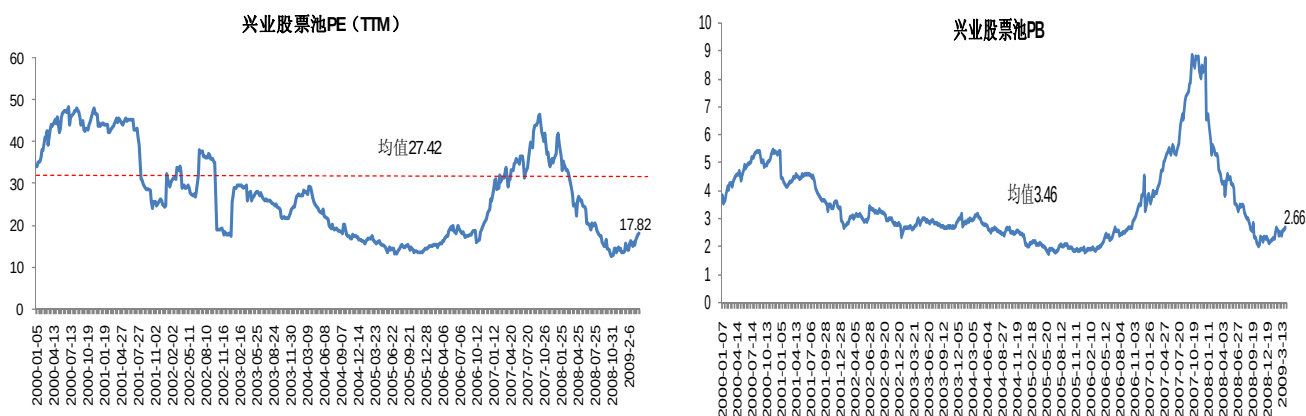
数据来源：WIND，兴业证券研发中心

估值未完全透支预期

整体估值离均值尚有空间。以兴业股票池计算的整体 PE(TTM)17 倍左右, PB2.66 倍; 从跨市场比较的角度看, 目前 10 年期国债收益率在 3.1%左右, A 股整体市盈率的倒数比其高出 2.33 个百分点, 从 2000 年以来这一差值的平均值约 1.12 个百分点。

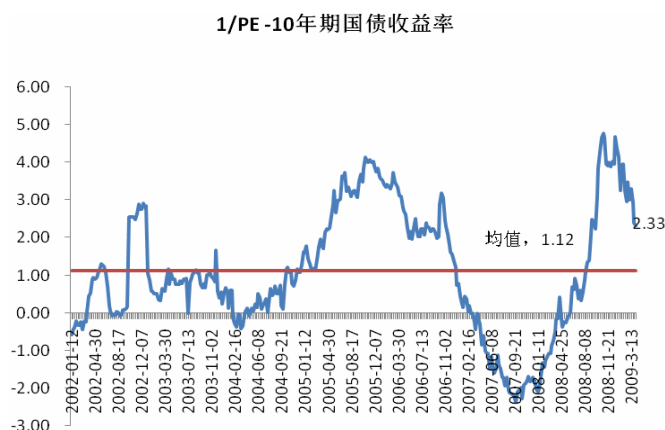
但是, 估值结构反映分化需要。中盘股、小盘股的 PE(TTM) 分别达到 38 倍、42 倍, 而大盘股 PE 仅 17 倍左右。PB 也反映了同样的估值结构。中盘股、小盘股 PB 分别是 3 倍、4.5 倍, 而大盘股 PB 仅 2.4 倍。

图 4 整体估值离均值尚有空间



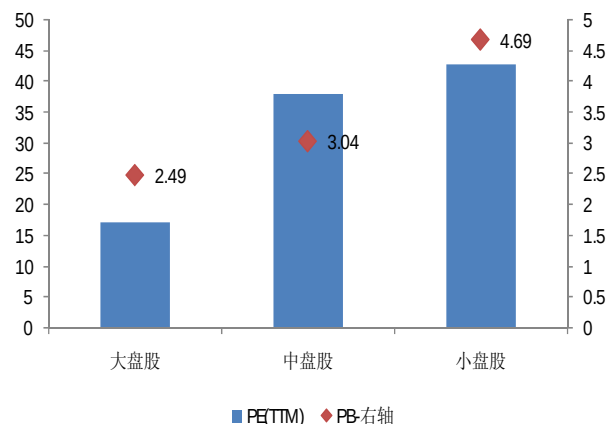
数据来源：WIND，兴业证券研发中心

图 5 市盈率的倒数和国债收益率之差仍高于均值



数据来源: WIND, REUTERS, 兴业证券研发中心

图 6 中小盘股估值畸高



投资策略：从“小”变“大”，可选消费+出口

因此，未来，伴随经济复苏，业绩预期好转，将提升中大市值类股的机会，推升指数上涨，而中小盘股估值偏高，将面临分化、调整的压力。

在 4 月 2 日的策略报告中，我们提出以下三条投资主线：

- **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）。

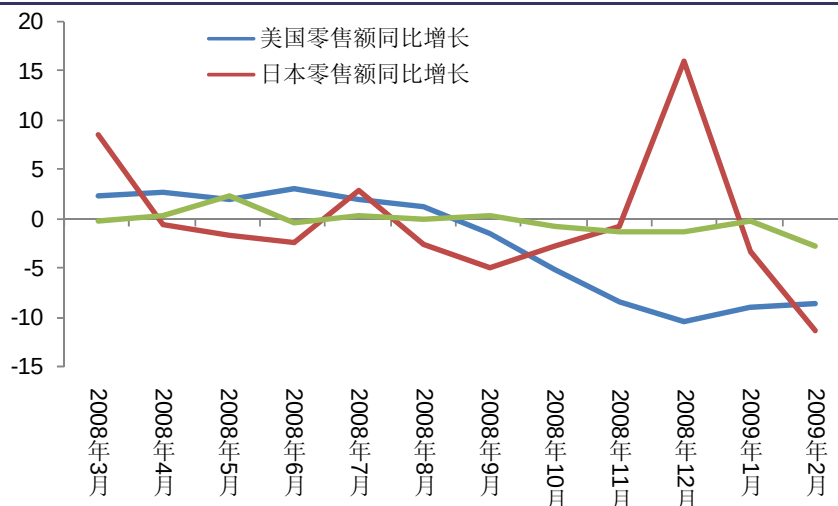
本期，在以上三条线索之外，建议关注受益可能出现的出口回升趋势的上市公司。

出口改善受益组合

3 月，我们提出未来三个月内出口将好转。哪些公司将率先受益？

首先，关注对美国出口比例较大的公司。从我国主要出口地区看，美国消费市场先回升，而欧盟、日本等仍处于下降的过程中。

图 7、美国零售降幅趋缓，欧盟、日本仍处于下降过程



数据来源：WIND，兴业证券研发中心

第二、从美国零售分行业增速看，率先回升的行业包括，服装、电子和家用电器、日用商品、家具等行业。其中，服装、日用商品回升较为强劲，家具零售降幅趋缓。随着美国房屋市场数据好转，未来家具销售有望继续回升。

图 8 美国零售分行业增速——服装及服装配饰

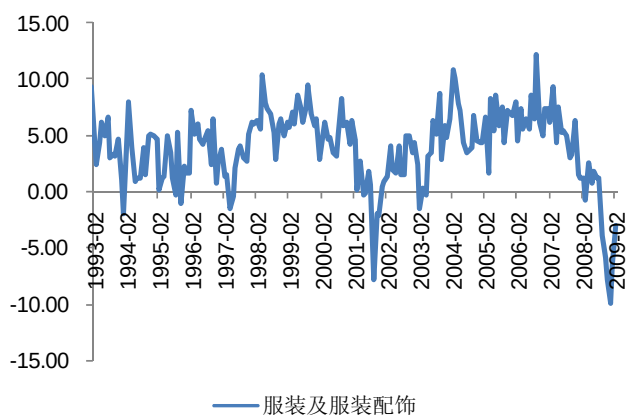


图 9 美国零售分行业增速——电子和家用电器

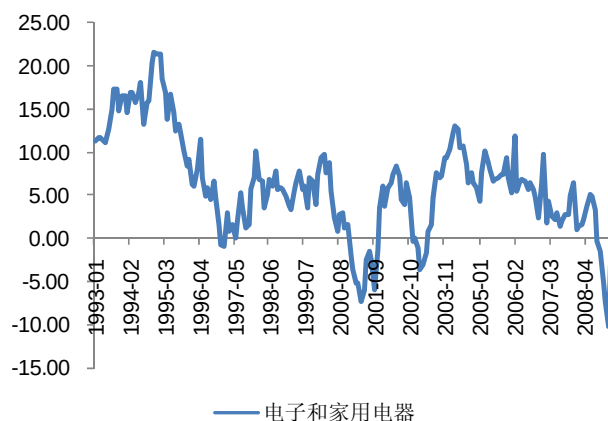


图 10 美国零售分行业增速——日用商品

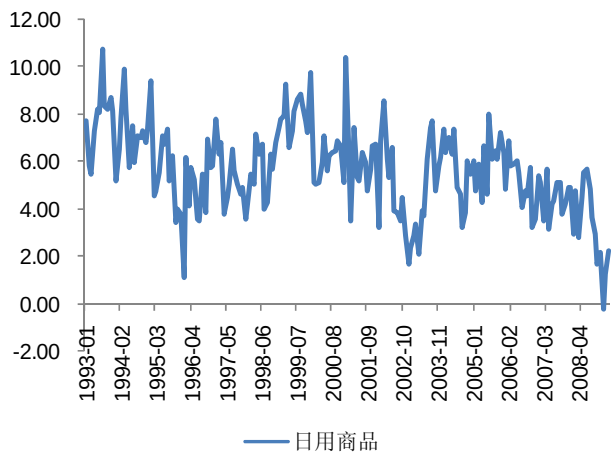
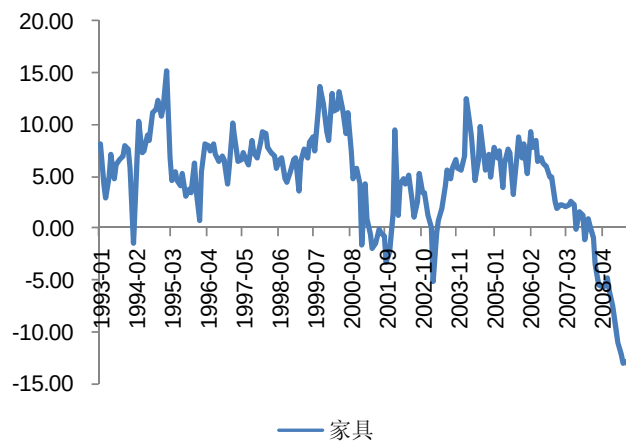


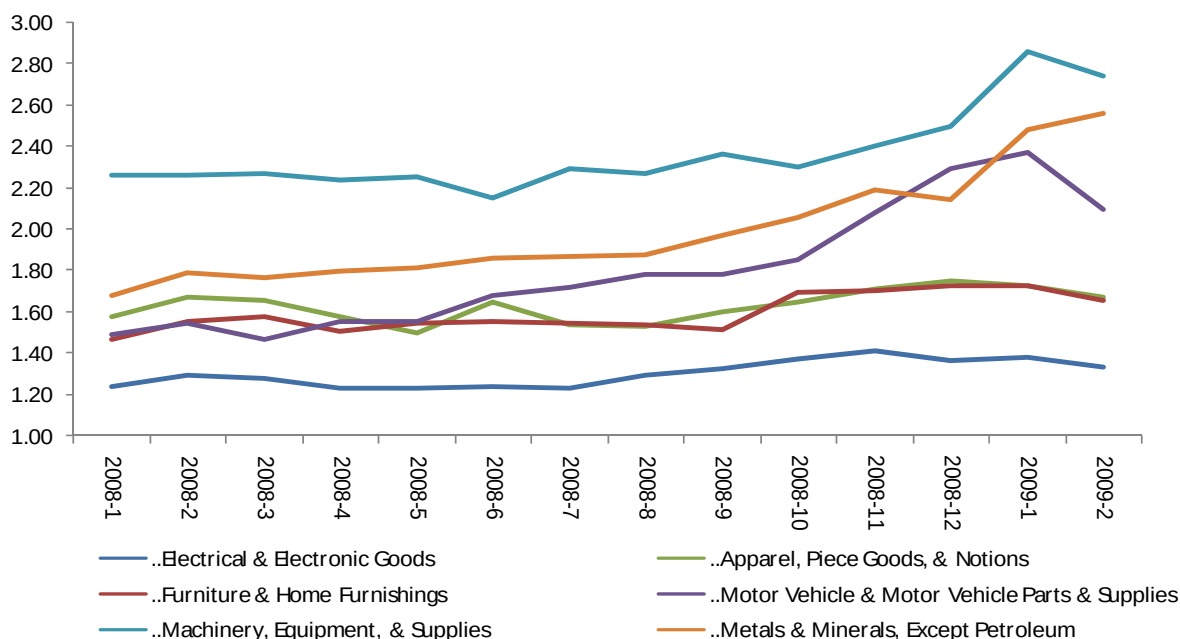
图 11 美国零售分行业增速——家具



数据来源：WIND，兴业证券研发中心

第三、从批发商库存看，纺织服装、电子产品、家具等库存销售比有所下降，回到 08 年中期的水平；而汽车、机械、金属等产品库存销售比仍在较高的位置，也意味着这些行业对美出口的回升将较为滞后。

图 12 美国批发商库存销售比



数据来源：美国统计局，兴业证券研发中心

我们根据上述标准筛选出以下出口受益组合。

表 1: 出口受益组合

证券代码	证券简称	出口占销售收入比例	主要出口地区	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	收盘价 (0410)	08eps	08Q3eps	07eps
000726.SZ	鲁泰 A	86%	欧美 26%、东南亚 19%、日韩 14%、香港 11%	80.78	36.62	8.12		0.53	0.54
002083.SZ	孚日股份	87.50%	亚洲 45%、美洲 37%、欧洲 12%	89.34	28.95	9.52		0.15	0.22
002239.SZ	金飞达	99.60%	美国 95%	18.37	4.66	13.71		0.33	0.61
600177.SH	雅戈尔	41%	美国	230.01	127.24	10.33	0.71	0.97	1.11
600978.SH	宜华木业	98%	美国	48.12	36.38	4.79	0.18	0.17	0.42
002084.SZ	海鸥卫浴	80%	北美 44%、欧洲 20%	18.62	4.69	8.79	0.23	0.22	0.54
600439.SH	瑞贝卡	98%	北美 58%、非洲 28%、欧洲 9%	52.40	52.40	11.05	0.47	0.35	0.81
000527.SZ	美的电器	36%	美国 6%	206.88	206.69	10.94	0.55	0.65	0.95
000651.SZ	格力电器	26%	北美 8%	358.31	353.48	28.61		1.16	1.52

600690.SH	青岛海尔	18%	北美 9%	131.98	74.51	9.86	0.56	0.48
000100.SZ	TCL 集团	43%	北美 12%，欧洲 6%，新兴市场 6%	93.11	87.25	3.60	0.19	0.18
600584.SH	长电科技	58%		32.56	32.56	4.37	0.12	0.12
002106.SZ	莱宝高科	82%		43.25	27.00	13.11	0.64	0.47

资料来源：WIND，兴业证券研发中心

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%~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

朱元璇 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。