

2009.6.4

坚持超配大金融

俊谋周刊 (6A)

章秀奇

021-38676673

zhangxiuqi@gtjas.com

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

目录与摘要:

一: 近期策略观点

海外经济基本面继续呈现早期复苏迹象,全球市场投资者都沉浸在牛市的气氛中,我们还看不出某个宏观经济事件会导致市场出现大幅回调,毕竟,全球“人心思涨”!

国内市场表现超越了此前我们谨慎的预期,市场开始提前透支未来增长,我们09年全年3000-3200点的目标点位可能提前实现,短期可能继续惯性上涨!但对于市场如此快速上涨,我们抱有谨慎态度,理由在于:(1)市场已经开始脱离基本面而处于近似疯狂的阶段。(2)资金面隐忧尚存。我们并没有看到如同07年那样的大量散户资金涌入市场,市场真的出现大涨,我们担心出现大量套牢盘赎回,大股东以及“大小非”近期抛售力度加大;(3)自下而上来看,行业研究员对上市公司评级的调整渐趋谨慎。(4)基本面确实有所改善,但股市已经过度透支,估值的地心吸引力将逐渐发挥作用。目前,全部A股的估值水平08年静态约28倍(不扣亏损公司),我们认为估值再度提升的空间很有限,有可能会出现回调,原因在于:其一,未来数年中国难以重演06、07年高速增长;其二,我们自上而下09年业绩接近0增长,远低于自下而上约10%增长预期;其三,伴随着经济好转和复胀,不排除下半年就进入加息周期,成为遏制估值继续提升的关键;其四,随着全流通和IPO重启,A股历来高估值的传统难以持续。

二: 行业及选股思路

我们在2季度策略中提出:市场超出我们谨慎预期的主要诱因可能在于金融地产超预期上涨,因此,建议超配金融地产。目前,我们仍然坚持此观点,尤其关注银行业,主线包括深发展、浦发、兴业、交行、南京、工行;而辅线则指招行、民生银行等前期涨幅较小,有补涨轮动的银行。

同时提供以下两条行业配置思路:(1)关注滞涨行业。从A股历史上看,在上升势中后期,各行业的估值差异会明显缩小,因此,建议投资者关注造纸、电力、钢铁和食品饮料等滞涨行业。(2)关注出口复苏受益行业,尤其是出口行业的服务行业,比如航运股。

在风格配置中,继续建议转向大盘蓝筹股。

二: 个股研究与推荐

本周我们重点研究和推荐:长航油运、国电南自和海油工程,同时,建议投资者关注VE涨价交易性机会,如浙江医药、新合成。

本周不得不知的数据:

-3.5%

国家电网调度数据显示,5月份发电量同比下降3.5%,比4月份3.55%的降幅有所收窄。1-5月份发电量同比下降3.2%。

6亿股

万德统计显示,截至5月26日,本月共有91家A股上市公司,遭遇大股东增减持股份161次,在扣除增持部分后,净减持6.059亿股。远高于4月份的净减持5952.14万股。

-27.9%

国家统计局5月31日发布的数据显示,1至4月份,全国22个省份规模以上工业企业实现利润同比下降27.9%,降幅比一季度缩小4.3个百分点。

20%

国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》明确,保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%,其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。

一：近期策略观点

海外经济基本面继续呈现早期复苏迹象，股市超预期上涨，比股市表现更加激进的是商品，比商品更加激进的则是 BDI！全球市场投资者都沉浸在牛市的气氛中，我们还看不出某个宏观经济事件会导致市场出现大幅回调，毕竟，全球“人心思涨”！因此，我们判断全球股市的反弹还将持续一段时间。

国内市场表现超越了此前我们谨慎的预期，我们认为重要的原因有三点：一方面，经济复苏的速度超出预料，尤其是地产成交数据连续 4 月超过 07 年水平，让人始料未及（我们认为难以持续）；另一方面，低利率环境下的货币政策放松导致投资者产生通胀预期，股市和房市成为投资者转移资产的重要标的；最后，海外股市的大涨无疑对近期 A 股起到推波助澜的作用。

图 1：全国 9 个重点城市成交面积（万平米）

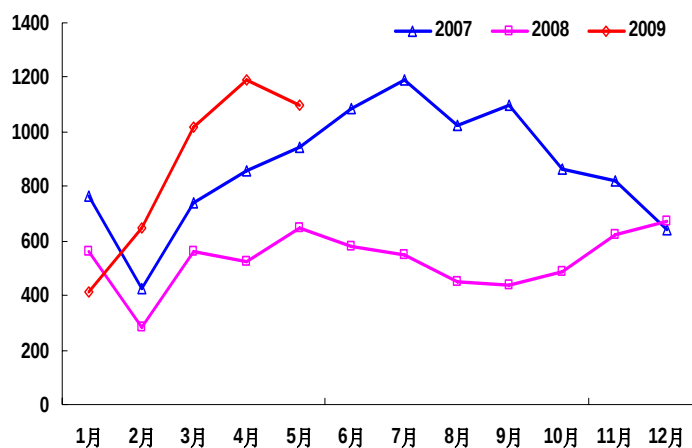
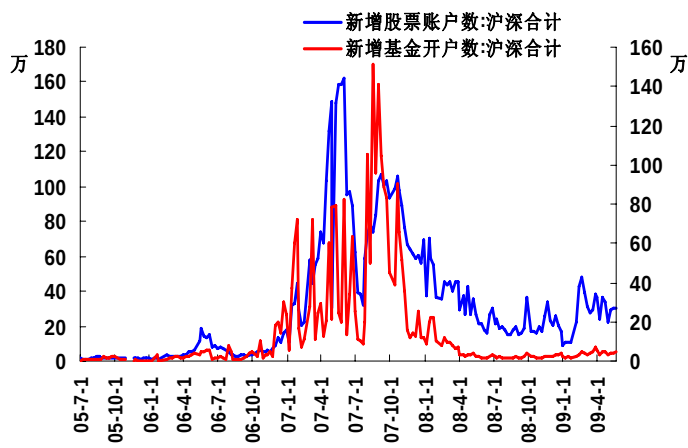


图 2：新增股票和基金帐户数并没有出现明显增加



数据来源：Wind，国泰君安

与越加乐观的很多投资者不同，我们近期仍然维持谨慎的观点，其原因在于：

（1）市场已经开始脱离基本面而处于近似疯狂的阶段。股市成交量甚至超过 07 年最高水平，5 月份成交量回落，这可能是市场将见顶回落的信号（类似 07 年）；

（2）资金面隐忧尚存。我们并没有看到如同 07 年那样的大量散户资金涌入市场，市场真的出现大涨，我们担心出现的不是大量基民入市，而是套牢盘解套赎回，至少两者不会差距很大，从重要股东增减持来看，近几个月 90% 左右都在减持，“大小非”抛售股票势头不减，近两月都超过 10 亿股的减持量；

（3）自下而上来看，行业研究员对上市公司评级的调整渐趋谨慎。这说明虽然基本面有所好转，行业研究员并未顺势调高评级，这主要是因为宏观好转并未体现到上市公司的业绩上来，详见专题《寻找需求增长》。

（4）基本面确实有所改善，但股市已经过度透支，估值的地心吸引力将逐渐发挥作用。目前，全部 A 股的估值水平 08 年静态约 28 倍（不扣亏损公司），我们认为估值再度提升的空间很有限，有可能会出现回调，原因在于：

其一，未来数年中国难以重演 06、07 年高速增长，那些认为股市将重演 06、07 年行情的投资者应该对此有清醒认识；

其二，我们自上而下 09 年业绩接近 0 增长，远低于自下而上约 10% 增长预期（实际上，伴随着石油等资源价格上涨，未来成本上升的压力值得关注）；

其三，伴随着经济好转和复胀，不排除下半年就进入加息周期，成为遏制估值继续提升的关键；

其四，A 股高估值体系难以长期持续。不少投资者以过去 A 股历史估值水平为依据，认为目前 28 倍的估值尚不及历史平均水平（约 33 倍），但我们认为随着全流通（目前大小非解禁不到 40%）和 IPO 重启，过去 A 股历来高估值的传统难以持续。Wind 统计显示，截至 5 月 26 日，5 月份共有 91 家 A 股上市公司遭遇大股东增减持股份 161 次，在扣除增持部分后，净减持 6.059 亿股，远高于 4 月份的净减持 5952.14 万股，4、5 月份减持占增减持比例都超过 80%。

图 3：本轮行情成交量已创新高，5 月份回落

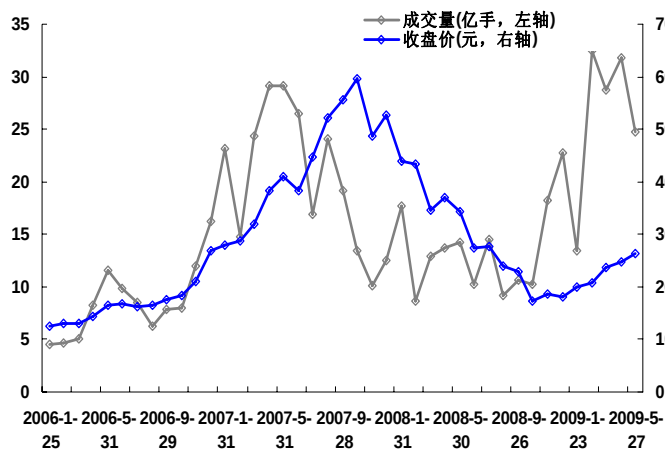
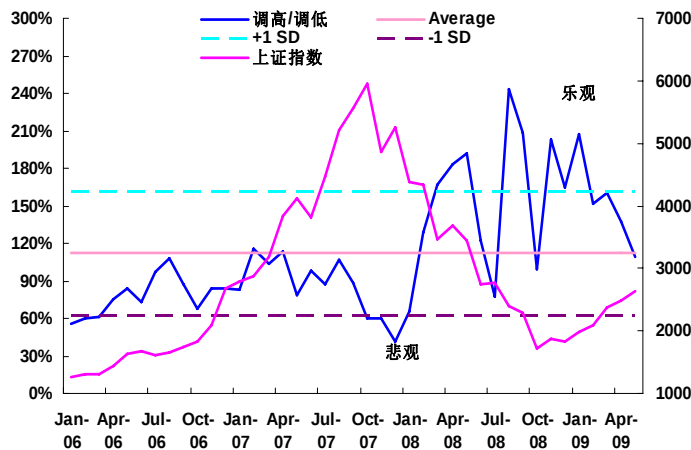


图 4：上市公司评级调整反映券商行业研究员渐趋谨慎



数据来源：Wind，国泰君安

图 5：上市公司重要股东继续大幅度减持

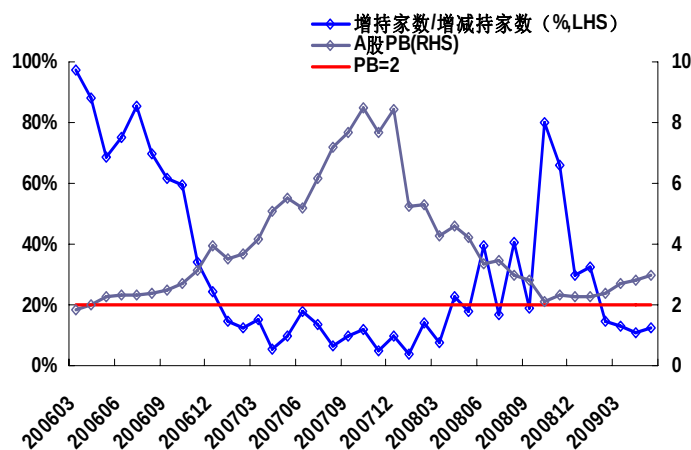
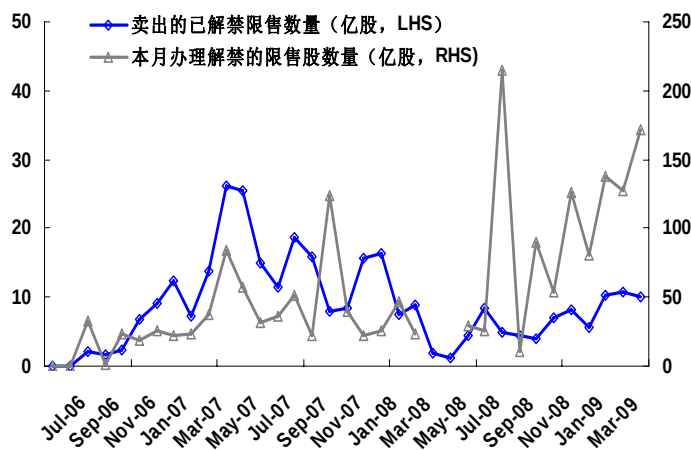


图 6：已解禁限售股减持量维持在 10 亿股左右较高位置



数据来源：Wind，国泰君安

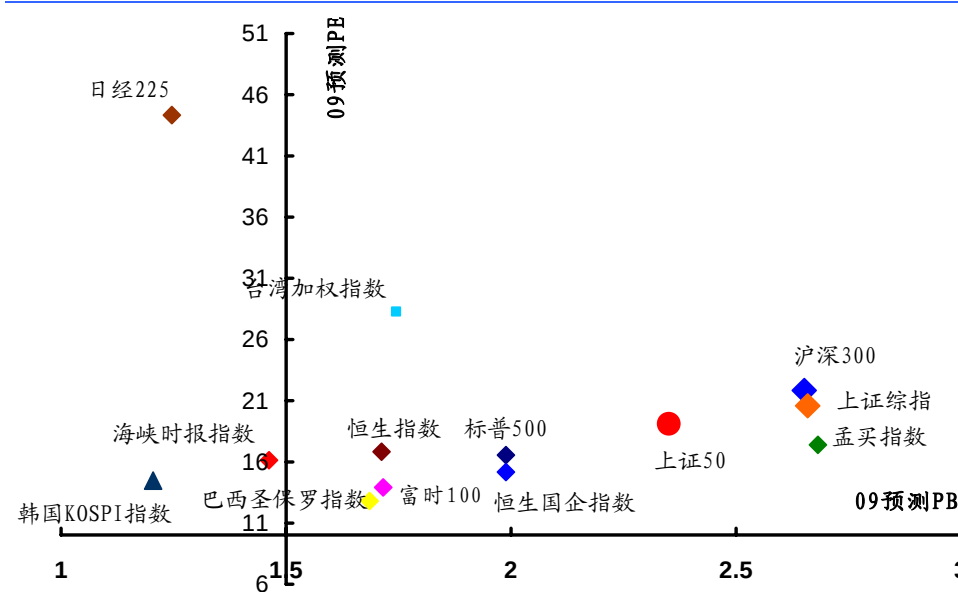
表 1：市场环境结论

	4 月指标	同比	环比	最近高/低点	高/低点时间	趋势持续时间	结论	备注
美国								
经济继续呈现复苏早期迹象								
总体：ECRI	-9.3	-3.4	2.2	-29.7	2008-12-5	持续 25 周好转	+	2009-5-22
PMI	42.8	49.3	40.1	32.9	Dec-08	持续 5 月上升	++	
美元 3 个月 Libor	0.65625	2.68063	1.0725	4.81875	2008-10-10	延续 34 周下降趋势	+	2009-5-29

消费者信心指数	68.7	59.8	65.1	56.3	Feb-09	持续 3 月上升	+	
首次失业救济申请	623	378	635	674	2009-3-27	高位震荡	-	2009-5-22
美元指数	79.348	8.9%	-6.3%	88.512	2009-3-6	延续 13 周震荡下行	/	2009-5-29
股票市场: SP500	919.14	-34.4%	6.1%	666.79	2009-3-6	持续 13 周上涨	+	2009-5-29
欧洲 经济有企稳回暖迹象								
欧元区制造业 PMI	40.7	50.6	36.8	33.5	Feb-09	持续 3 月上升	+	
德国股市: DAX30	4940.82	-30.4%	5.7%	3588.89	2009-3-9	持续 12 周震荡上升	+	
全球 BDI 继续反弹, 原油价格近来大幅上涨, 黄金震荡上行								
航运市场: BDI	3494	-69.5%	86.5%	663	2008-12-15	延续 7 个月上升	+	
原油市场: WTI	66.31	-47.9%	30.5%	32.4	2008-12-19	持续 4 个月上升	- -	
黄金市场: GOLD 现货	975.93	10.2%	7.1%	682.41	2008-10-24	延续 7 个月震荡上行	+	
中国 多项先行指标显示经济复苏迹象								
PMI	53.1	54.7	53.5	38.8	2008-11	略有回调	+	
信贷	5000	57.0%	-15.5%	18900	2009-3	连续 2 个月回落	-	预测
M1-M2	-8.47	2.11	-8.47	-12.11	2009-1	连续 3 个月上升		4 月份
9 城市地产成交量	1098	197.0%	12.8%	42813	2009-1	连续 3 个月上升	++	万平方米
汽车销量	383	9.4%	43.0%	74	2009-1	连续 3 个月上升		万辆, 4 月
发电量	/	-3.5%	/	-11.8%	2009-1	同比与 4 月份持平	-	
股票市场 估值已不便宜, 部分行业估值已经过高, 大小非和大股东仍在大量卖股票, 散户入市积极性有所提升								
估值: 09PE	28	29	25	15	2008-12	连续 6 月上升		
08PB	3	4.24	2.83	2.25	2009-1	连续 5 月上升		
大小非当月减持量 (亿股)	10.16	1.8	10.84	5.7	2009-1	高位维持		4 月份数
重要股东: 增持/增减持	12.23%	17.9%	10.9%	80.0%	2008-10	延续 7 月震荡下行		
业绩预测: 上调/下调	51.0%	90.0%	30.0%	30.0%	2009-2	环比大幅上升		
股票成交数量 (亿股)		36.7%	60.2%	29.9%	2009-1	环比 1 月上升		

注 1: +表示偏多, -表示偏空, /表示中性, 数量从 1 到 3 表示偏多 (空) 幅度从小到大。地产成交量为全国 9 个重点城市 (上海、北京、深圳、广州、重庆、天津、杭州、苏州、南京) 汇总数据

图 7: 国际估值比较



数据来源: Bloomberg, 国泰君安

二：行业研究与推荐：坚持超配大金融，关注滞涨和出口复苏受益行业

我们在 2 季度策略中提出：市场超出我们谨慎预期的主要诱因可能在于金融地产超预期上涨，因此，建议超配金融地产。目前，我们仍然坚持此观点，尤其关注银行业。

我们认为未来一年经济形势可能有三种：（1）经济复苏，通胀回升；（2）经济并未根本复苏，通胀却重燃；（3）经济和物价持续低迷。从目前来看，发生前两种概率要超过第三种，而在通胀重燃的情况下，低利率环境难以长期保持，加息对银行有利，而经济复苏会大大降低坏账的担忧，而目前大金融相对估值仍处于历史最低水平。

从行业层面来看，预计 5 月份新增贷款量略低于 4 月，贷款增速继续保持高位；而新增贷款主要以中长期贷款为主，同时存款重定价的陆续进行、活期存款的增长、债券市场收益率的提升等都有利于净息差在 2 季度见底。

我们行业研究员维持对 09 年上市银行业绩同比正增长 8.3% 的预测，个股策略则是“长驻主线，游击辅线”，主线包括深发展、浦发、兴业、交行、南京、工行；而辅线则指招行、民生银行等前期涨幅较小，有补涨轮动的银行。

同时提供以下两条行业配置思路：

（1）关注滞涨行业。从 A 股历史上看，在上升势中后期，各行业的估值差异会明显缩小，因此，建议投资者关注造纸、电力、钢铁和食品饮料等滞涨行业。

（2）关注出口复苏受益行业，尤其是出口行业的服务行业，比如航运股。值得关注的公司有中集集团、长航油运、中海发展、招商轮船、振华重工、安徽合力等。

在风格配置中，继续建议转向大盘蓝筹股。从过去的历史看，目前从中小盘股向大盘股转变的趋势有望持续。

图 8：大金融相对估值仍处于历史最低点

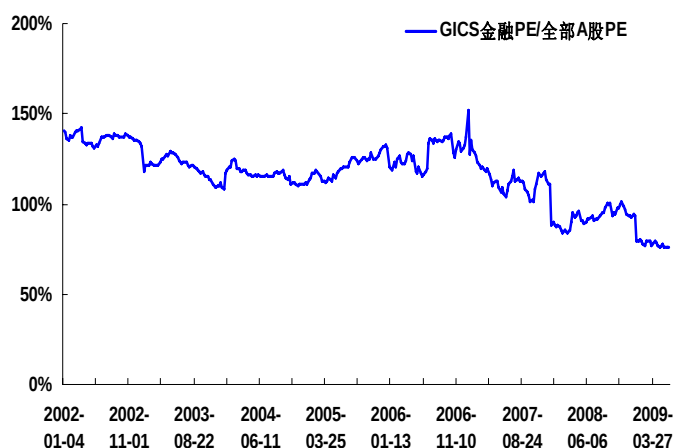
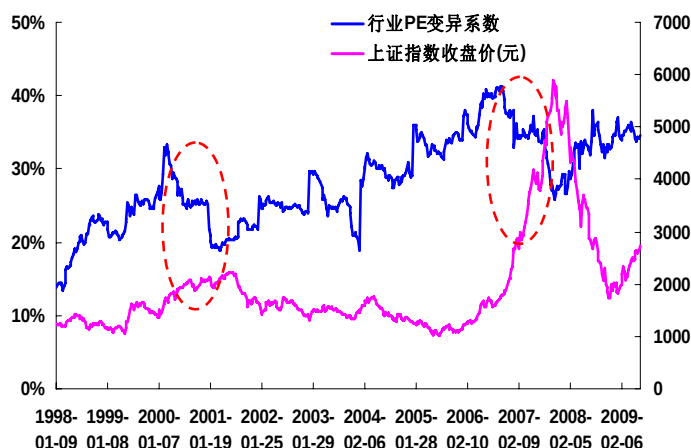


图 9：上升市场中后期行业估值差异缩小



数据来源：Wind，国泰君安，变异系数=各行业静态 PE 标准差/各行业静态 PE 均值

图 10: 上升市场中后期行业估值差异缩小

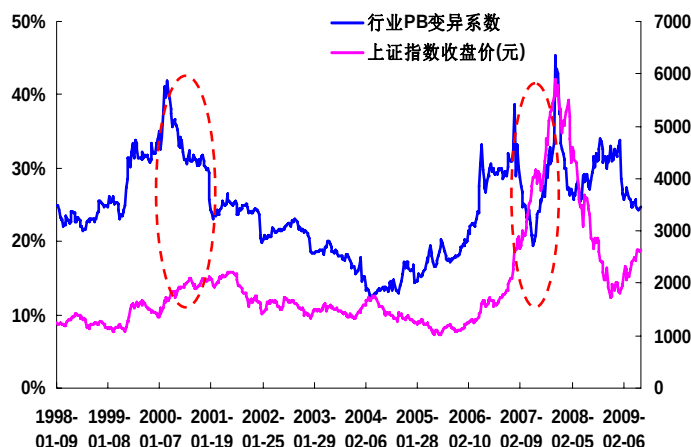
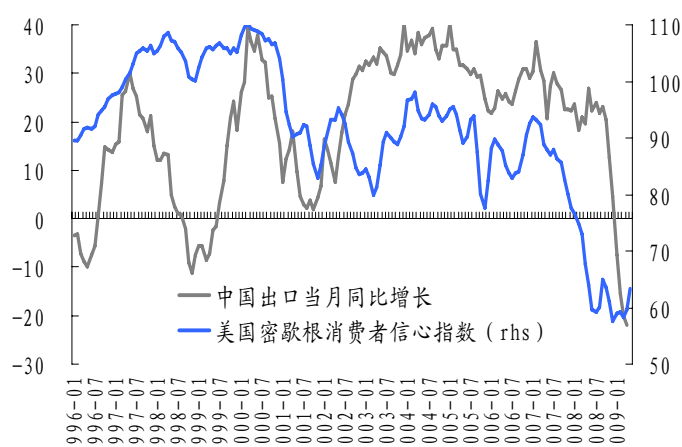
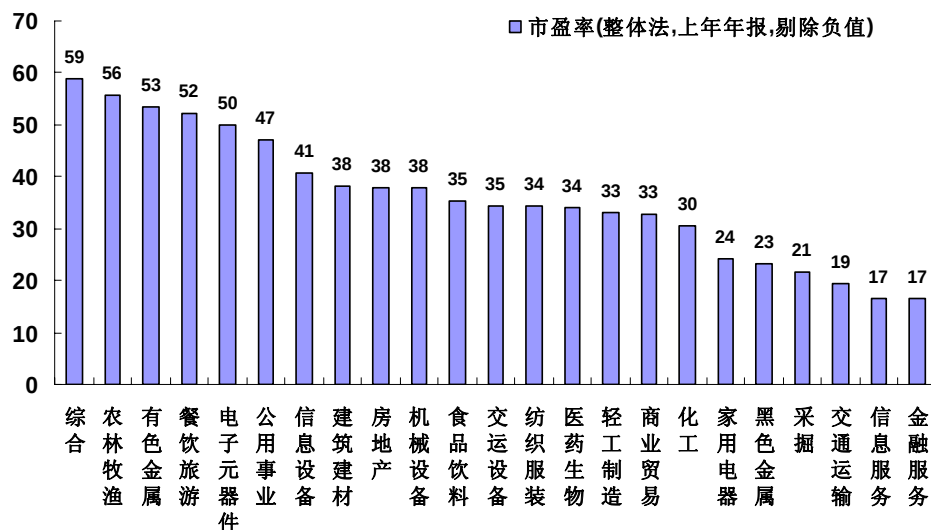


图 11: 美国消费者信心触底反弹可能带来中国出口增速企稳



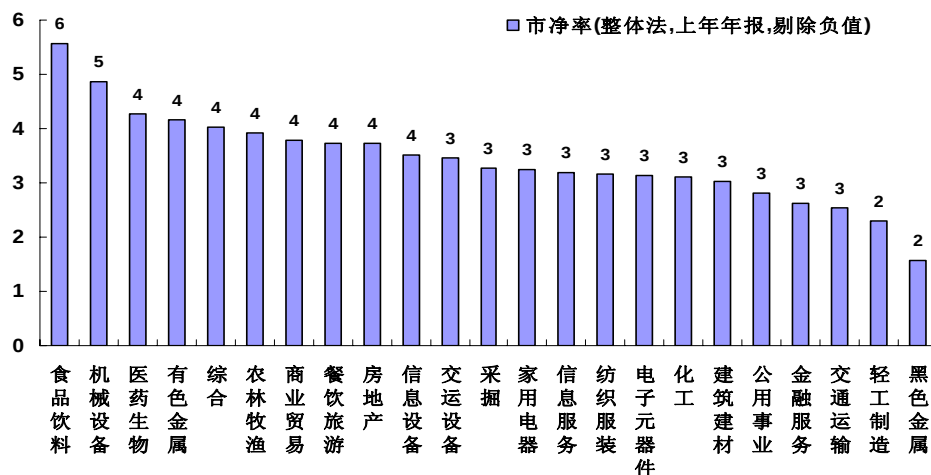
数据来源: Wind, 国泰君安, 变异系数=各行业静态 PE 标准差/各行业静态 PE 均值

图 12: 各行业静态市盈率比较



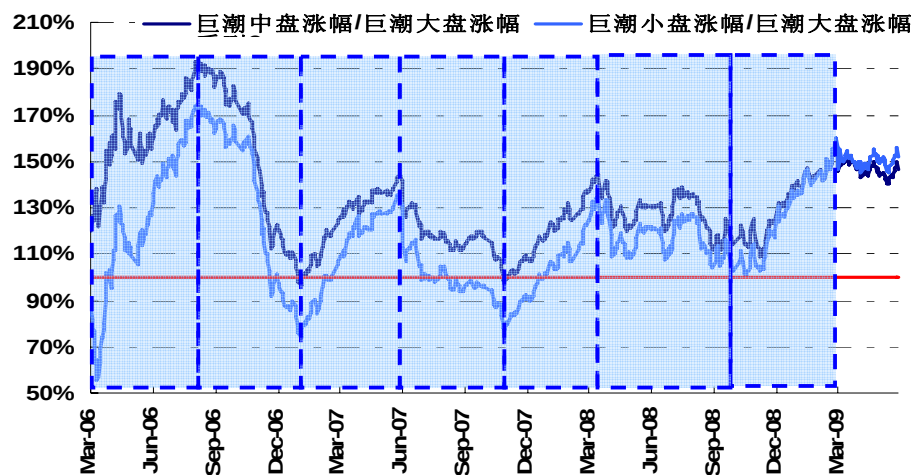
数据来源: Wind, 国泰君安

图 13: 各行业静态市净率比较



数据来源: Wind, 国泰君安

图 14: 风格转换有望持续



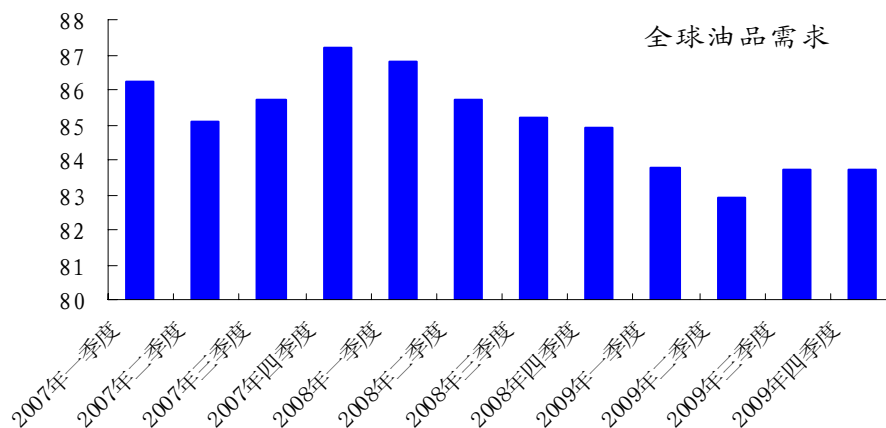
数据来源: Wind, 国泰君安

三: 个股研究与推荐

1、长航油运

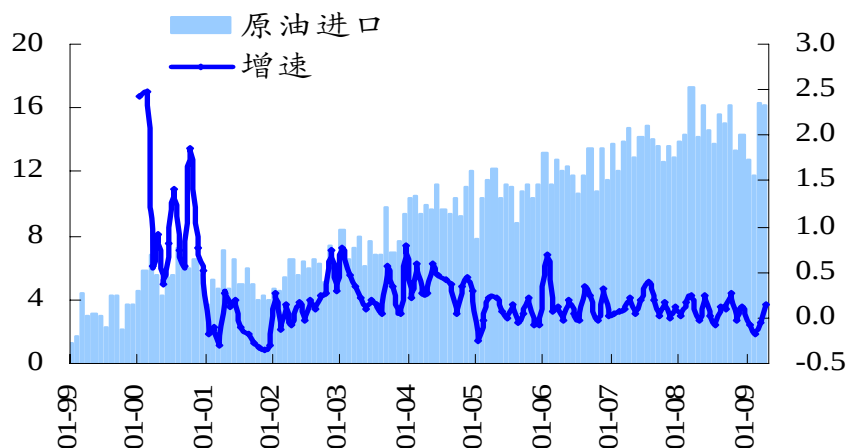
本周, 我们交运研究员认为油轮行业最坏的时间已经过去, 二季度油轮运输价格见底可能性较大, 夏季用油高峰即将到来, 油轮运价可能反弹; 二季度是油运市场的淡季, 历史上 VLCC 运价多在 4 月见底, MR 油轮则在 4 月或 6 月见底。除季节性因素外, 二季度油轮市场还将遭遇储油油轮回归及运力投放较大的压力, 预计二季度运价是一年中最为艰难的时刻, 我们预计随着夏季用油高峰以及四季度冬季用油高峰到来以及全球经济企稳回升, 远洋油轮运输市场景气将逐渐回升。2010-2011 年行业景气回升可能性较大。

图 15: 2009 年全球油品季度需求预测



数据来源: IEA, 国泰君安销售交易总部

图 16: 4 月份中国进口原油增长 14%



数据来源: 国泰君安销售交易总部

行业内比较, 估值处在较低水平: 在航运行业, 油轮公司 PB 估值相对较低。中国远洋和中远航运 PB 估值在 3 倍左右, 中海发展、长航油运和招商轮船得 PB 估值在 2 倍左右, 绝对 PB 水平以及相对市场的 PB 水平基本处在历史相对低点。

表 3: 主要航运股估值水平

	股价 (元)	2008 年 EPS (元)	2009 年一季 度 EPS (元)	2008 年净资 产 (元)	2009 年净 资产预测 (元)	PB (按照 2008 年净 资产计算) (元)	PB(按照预 测 09 年净 资产预测) (元)
中海发展	14.11	1.5864	0.0934	6.27	6.5	2.250	2.171
招商轮船	5.6	0.36	0.06	2.75	3	2.036	1.867
长航油运	6.05	0.37	0.03	2.8	2.9	2.161	2.086
中国远洋	13.32	1.06	-0.33	5.1	4.71	2.612	2.828
中远航运	11.37	1.11	0.07	3.33	3.53	3.414	3.221

数据来源: 公司报表, 国泰君安销售交易总部

三家公司中长航油运基本 90% 利润来自于油轮运输业务, 招商轮船 50% 利润来自于远洋油轮运输业务, 中海发展 50% 左右来自于油轮运输业务, 但是 25% 左右为远洋油轮运输业务。受远洋油轮运价波动影响最大的是长航油运公司, 也是远洋油轮运输市场复苏的最大受益者。

2、国电南自

从产品竞争力、利润构成、业务成长性、分类业务的行业平均估值来看, 我们认为国电南自的股份是相对低估的。

前期国电南自公告拟以不低于 14.15 元/股的价格向实际控制人中国华电工程集团发行不超过 8000 万股, 购买华电工程约 10.27 亿元资产的预案。此次拟注入资产包括华电重工、重机院、华电重机、华电管道的股权, 以及物料输送、水电装备及施工机械、管道工程和钢结构等资产, 属华电工程的优质资产, 盈利能力较强。

表 4: 拟注入资产

股权类资产				
	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务或产品	行业性质
1 华电重工装备有限公司	15,000	100%	重工装备、散装物料输送系统、管道系统、施工机械、起重机械和钢结构	技术服务业
2 华电郑州机械设计研究院有限公司	2,000	100%	起重施工机械、电站辅机、水利水电机械研发设计、设备监理、监造	技术服务业
3 华电重工机械有限公司	5,000	94%	起重运输设备、发电成套设备、金属结构产品的制造	制造业
4 华电管道工程技术有限公司	200	55%	管道工程设计及总承包	技术服务业
非股权类资产				
1 物料输送业务主体的资产	指华电工程总部内部独立核算的物料输送业务部、上海分公司、蓬莱装备分公司的资产			
2 管道工程业务主体的资产	指华电工程总部内部独立核算的管道工程业务部的资产			
3 钢结构业务主体的资产	指华电工程总部内部独立核算的钢结构业务部的资产			

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

如果注入后, 以备考报表来看, 08 年自动化业务的收入占比 35.2%, 利润占比为 41.5%。如果按照增发 7258 万股计算, 08 年备考每股收益可以达到 0.74 元 (年报披露数为 0.43 元)。此次资产注入显示了实际控制人及大股东对上市公司前景的乐观态度和支持力度, 力主将公司打造成为集电力自动化整体解决方案, 与重工装备设计、研发、制造以及工程总承包于一身的综合性技术服务企业。

08 年年报显示电网自动化、电厂自动化、工业自动化及水利水电自动化板块的业务收入占比分别为 47%、23%、20%及 7%。受益于全国扩内需保增长政策的推进和投资项目的落实, 电网自动化设备与城市轨道交通自动化设备的需求有望进一步增大。此外随着国家能源规划的调整, 风电、核电等新能源建设将明显提速, 也为公司提供了业务突破的良好机遇。

我们行业研究员认为, 国电南自的自动化业务增速将高于重工业务, 预计 09 年之后的利润贡献比例将超过 45%。假设资产注入的顺利完成, 预计 2009-10 年国电南自的每股收益为 0.76 元和 0.90 元 (备考合并), 是值得关注的中线品种。

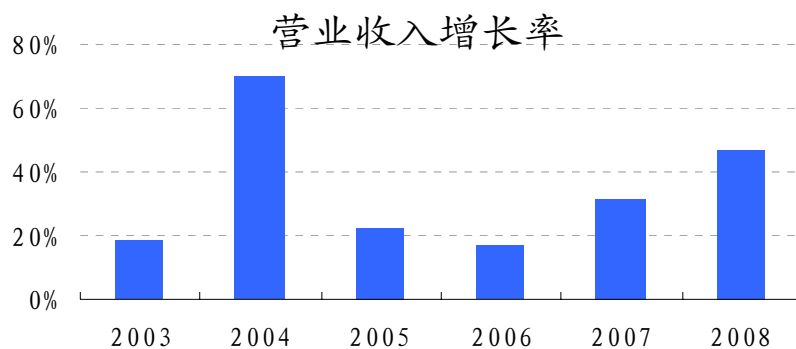
3、海油工程

2009、2010 两年中, 公司相继将投用四条大船: 浅水铺管船、深水铺管船、16.8 万吨甲板运输船和半潜工作船, 公司的设备瓶颈逐步消除。如果“蓝鲸”号的经验能够完全再现, 我们相信公司海上作业的增长速度将超出投资者预期, 公司发展的主要矛盾转移到 2012 年之后的订单是否饱满的问题上。

公司拟发行 20.75 亿元中期票据, 目前已经进入报批阶段。中票的发行将继续减轻公司的债务压力, 顺利完成今年的资本支出计划。

在进行 2008 年度股票红利分配后, 公司的股本已经扩张到 32.41 亿股。前期油价低迷对投资者造成的心理压力逐渐释放, 估值自然回升。我们认为从长期来看, 公司对 A 股应该享有估值溢价。目前, 上交所平均市盈率超过 2.3 倍, 公司的市盈率仅 2.2 倍, 估值已经折价。目前公司的总市值不到 400 亿元, 仍具有发展空间。从估值和业绩增长来看, 我们认为海油工程值得投资者关注的长线品种。

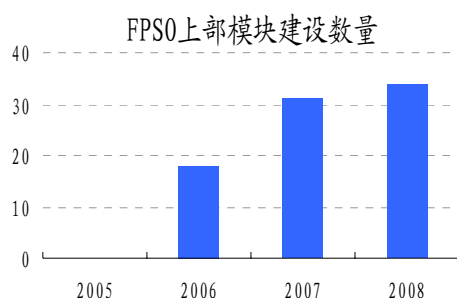
图 17: 公司营业收入增速加大



数据来源: 国泰君安证券

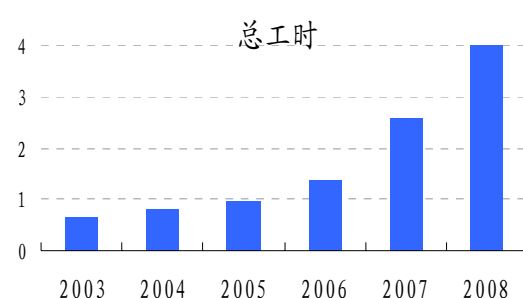
如图所见, FPSO 上部模块建造量也在增加。尽管建造业务毛利率相对偏低, 建成的 FPSO 通常也是公司安装, 因而未来的施工业务量上升, 综合的毛利率仍然可以接受。2009 年一季度的毛利率我们认为只能作为例外处理, 不具备代表性。

图 18: FPSO 业务量增加



数据来源: 国泰君安证券研究所

图 19: 总工时快速增加



数据来源: 国泰君安证券研究所

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com