

出口板块溢价几何

——从定价探讨出口概念市场表现及预期

报告要点

■ 寻找反映市场给予出口定价的观察指标

对于出口相关类公司而言，市场在不同的背景下会给予不同的溢价，也就是反映了市场对目前出口现状的判断以及未来出口改善或恶化的预期。我们选取了具有典型行业代表意义的出口类股票组成了一揽子组合，并编制了长江出口股指数作为我们反映市场给予出口定价的观察指标。从成份股的选取来看，其基本涵盖了各类出口类上市行业公司，其市值分布与上证 A 股的分布接近。

■ 长江出口股溢价指数的过往表现

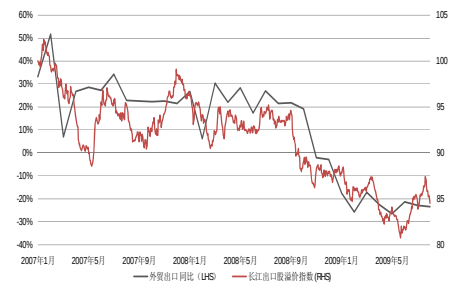
长江出口股溢价指数在雷曼破产前，均表现较为平稳，基本在 90-100 的区间波动，主要受出口增长变化及预期的影响，由于次贷危机尚未完全爆发并传导给全世界，因此出口受的影响一来不是很巨大，二来在市场的聚焦点中不及中国内需自身的调整来的重要。然而，随着美国次贷危机在去年 9 月的全面爆发，中国出口再遭过去十年的重创，出口股全线受压，长江出口股溢价指数一路下跌，并于今年六月最低下探 80.8 的历史低位。在 7 月和 8 月则由于市场预期的改善出现了明显反弹。

■ 出口股溢价指数显示目前给予的出口溢价率较为合理，显示预期的谨慎

我们从出口同比变化以及出口股溢价指数的相关性来看，两者始终保持了较为紧密的联系，在雷曼破产前，中国的外贸出口同比波动相对仍然较为稳定，因而出口股溢价指数也较为稳定，在次贷危机全面爆发后，出口股溢价指数与出口同比同步向下调整，反映了市场对于出口预期仍然有一个较好的定价，另一方面，长江出口股溢价指数在某些时候对于出口同比的变化具有一定的提前性。目前来看，出口类个股的溢价水平合理，基本反映了市场对于目前出口仍较为谨慎的一个看法，因而未来特别是明年年初出口溢价水平仍有望向上提升。

相关图表、数据

--长江出口股溢价指数及出口同比变动--



相关研究

- 2009-08-10 美国经济探底研究之四：美元-价值决定强势
- 2009-06-08 美国经济探底研究之三：真实收入下的消费动力何在
- 2009-05-17 美国经济探底研究之二：探寻“加速去库存”之后
- 2009-03-23 美国经济进入探底进程：冲击下的周期领先指标剖析
- 2009-04-12 世界经济周报 090412：美国去库存进程加速
- 2009-03-28 世界经济周报 090328：美国建筑业周期或已步入底部
- 2009-02-22 世界经济周报 090222：美国物价首现回稳迹象

分析师：钟华

(8621) 68751589

zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：沈楠

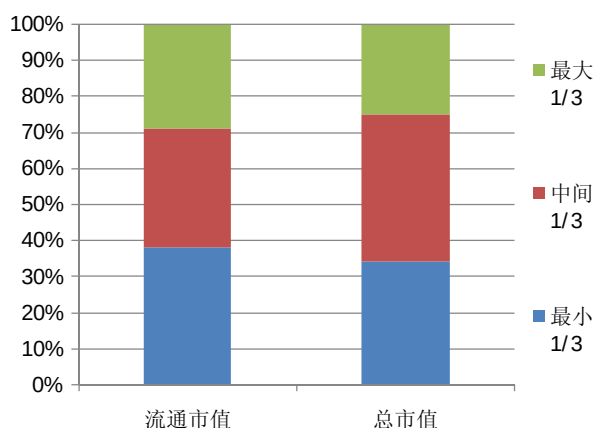
(8621) 68751691

shennan@cjsc.com.cn

对于出口相关类公司而言，市场在不同的背景下会给予不同的溢价，也就是反映了市场对目前出口现状的判断以及未来出口改善或恶化的预期。我们选取了具有典型行业代表意义的出口类股票组成了一揽子组合，并编制了长江出口股指数作为我们反映市场给予出口定价的观察指标。

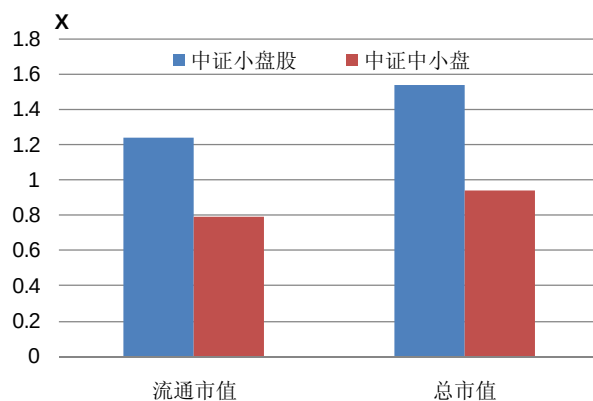
从成份股的选取来看，基本涵盖了各类出口类上市行业公司，其市值分布与上证 A 股的分布接近，下图（左）显示了出口股指数成份股在 A 股中的市值分布占比。根据流通市值来看，其占 A 股市值前三分之一、中间三分之一和末位三分之一的股票个数基本比较平均，均在 30% 出头。不过，根据出口股指数成份股的市值特点来看，大部分股票仍然属于中小板的范畴，我们发现其成份股的平均市值以流通市值计算，为小盘股指数的 1.24 倍，但仅有中小盘股的 0.79 倍，下图（右）。结合上述特点，我们选取了中证中小盘股指数作为我们的参考指标的，试图剔除风格因素在其中的干扰。

图 1：出口股指数成份股在 A 股中的市值分布占比



资料来源：长江证券研究所

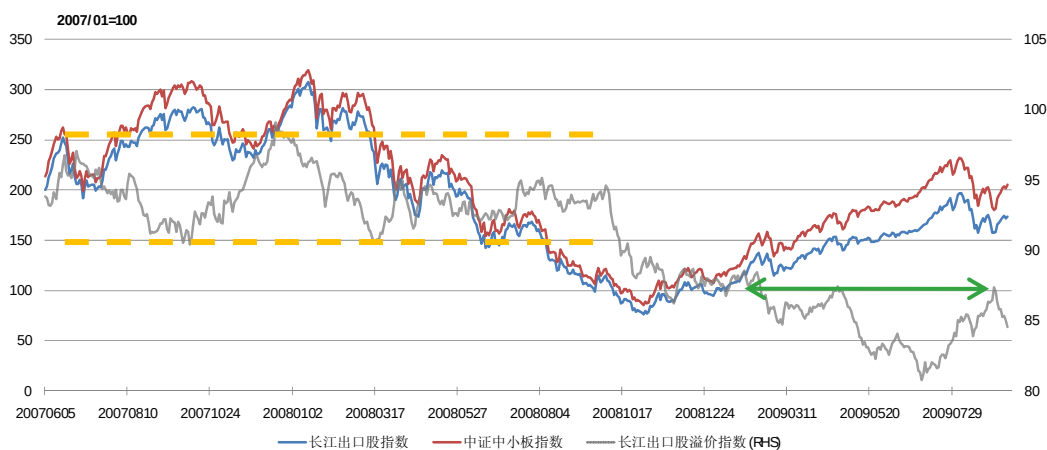
图 2：出口股指数成份股平均市值倍数



资料来源：长江证券研究所

以中证中小盘股作为基准标的，我们计算了出口股的溢价率，即出口类公司在整体市场的中被给予的溢价，并据此编制了出口溢价率指数，见下图。

图 3：长江出口股指数及出口股溢价指数



资料来源：长江证券研究部，长江金融工程组

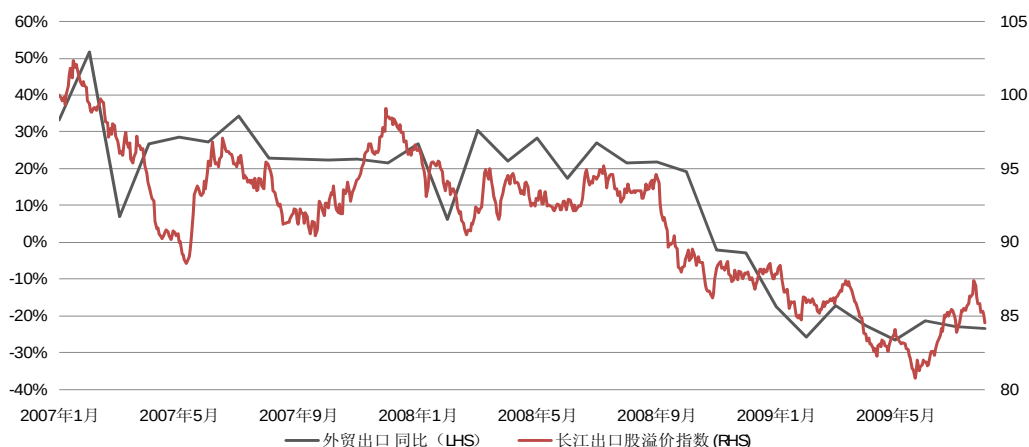
从上图我们可以看出，在去年金融危机爆发前，即 2008 年 9 月雷曼破产前，长江出口股溢价指数均表现较为平稳，基本在 90-100 的区间波动，主要受出口增长变化及预期的影响，由于次贷危机尚未完全爆发并传导给全世界，因此出口受的影响一来不是很巨大，二来在市场的聚焦点中不及中国内需自身的调整来的重要。

然而，随着美国次贷危机在去年 9 月的全面爆发，中国出口再遭过去十年的重创，出口股全线受压，长江出口股溢价指数一路下跌，最低在今年六月下探 80.8 的历史低位。事实上，美国及发达经济体在去年四季度及今年一季度遭受了最为严重的工业生产下滑，但到了二季度下滑的幅度已经明显放缓，并在部分领域出现了改善迹象。不过，出口股溢价指数在二季度仍然继续下滑，我们分析之后认为主要有以下几点原因造成：

- 1、由于中国经济率先全球经济见底，因此市场在二季度仍聚焦于内需主导的行业，如投资和通胀产业链，因此内需股在该时间段表现相对强劲；
- 2、尽管中国出口在二季度已经开始出现了环比回升态势，但是同比仍然扩大跌幅，见下图，实际上在二季度市场仍对出口复苏比较谨慎，包括一些草根调研的结果也并未发现较多的支撑出口复苏的线索和实例，也就说市场对于出口复苏在当时并不抱多大希望；
- 3、美国等发达国家虽然生产收缩明显收窄，但需求应该说仍在收缩，而且在复苏初期往往反复无常，并不稳固，因此预期并不一致；
- 4、出口复苏在历史经验中存在滞后，在 1975 年日本与美国同时见底的复苏进程就是一个最好的实例，实际上我们在今年一季度提出的中级反弹及过渡期的概念中也将出口可能存在的一至二个季度的滞后期作为过渡期调整的本质之一来对待，对此可以参见我们的三月发布的二季度策略报告。

在 6 月出口股溢价指数下滑至历史低点后，在 7 月和 8 月出现了明显反弹，一方面这是由于美国等发达经济体的衰退见底迹象已经明确确立，特别是在制造业和建筑业生产活动的一些复苏迹象的出现（尽管终端需求仍然疲弱），另一方面，结合各类沿海调研和企业走访，市场发现了一部分出口明显好转的迹象，并在内需股估值达到偏高水平后，开始偏向出口概念类股。实际上在 8 月末，出口股溢价指数一度达到了接近 88 的水平，即返回到了今年年初去年年底时期的水平，这反映了市场给予出口复苏以较高的期望。

图 4：长江出口股溢价指数及出口同比变动联系紧密



资料来源：长江证券研究部，长江金融工程组

事实上，我们从出口同比变化以及出口股溢价指数的相关性来看，见上图，两者始终保持了较为紧密的联系，在雷曼破产前，中国的外贸出口同比波动相对仍然较为稳定，因而出口股溢价指数也较为稳定，在次贷危机全面爆发后，出口股溢价指数与出口同比同步向下调整，反映了市场对于出口预期仍然有一个较好的定价，另一方面，长江出口股溢价指数在某些时候对于出口同比的变化具有一定的提前性，见上图，这也是值得我们持续关注的一点。

目前来看，8月份的出口同比数据进一步下滑，达到-23.4%，环比也出现了-1.62%的下滑，而根据我们的测算，剔除季节性因素，8月环比仍出现了2%以上的下滑（我们的季调方法不同于政府公布的环比增长3.4%的结论），事实上，这是远远低于我们预期的。从最新的定价来看，目前出口类个股的溢价水平合理，在8月份超出基准指数的定价回升后，9月数据的低于预期实际上已经反映在9月份的行情中得到了修正，即基本反映了市场对于目前出口仍较为谨慎的一个看法，换句话说，未来特别是明年初出口溢价水平仍有望向上提升。在我们最新发布的四季度策略报告中，我们也将未来一年的出口主线作为市场机会和重点跟踪的对象，我们将在出口展望中进行持续关注。

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部策略分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。