

2011年3月行业比较报告

产业比较分析报告

本报告的主要看点：
出口产业链

“安全估值+确定增长”的出口

基本结论

- **3月份行业配置思路，主要还是延续“确定性增长+安全性估值”的策略。**高估值板块有盈利不达预期的可能。低估值板块已经隐含了未来相对悲观的预期，如果盈利能够维持比较确定的增长，则会带来估值修复的动力；如果盈利能够有所超预期，则回报率会更为显著。在低估值板块寻找确定性和超预期是我们3月配置的出发点。
- **我们看好美国经济持续复苏下，出口产业链的机会。**在寻找确定性增长的来源中，我们看好海外经济持续复苏给出口部门带来的拉动。关注出口，在于其“锦上添花”的作用，出口部门的行业本身增长就比较快，如果再有出口的拉动，其增长就更为确定。
- **3月，我们看好家电、轻工制造、通信设备、港口、物流。**基于美国经济将继续复苏之路，在消费企稳的情况下，后续美国的企业投资和地产复苏有可能在未来带来惊喜。

我们梳理了出口链条的行业机会，着重谈海外经济的复苏特征、中国行业受益的程度及选择、以及构建了出口链条下的投资组合。

- **如何看海外经济复苏？**全球经济复苏过程中，相对更看好美国经济的复苏，美国的通胀压力相比其他国家要小，其政策退出不会太早，未来1-2个季度仍能看到其经济较为强劲的上涨。美国经济未来的两个惊喜来自于企业投资的上升和地产市场的复苏，巴菲特已开始建议美国居民购房。
- **如何看出口产业链？**美欧是拉动中国出口最大的力量，仅仅计算行业的出口依存度还是不够的。我们将出口型行业按照需求拉动进行划分：美国消费：家用电器、服装鞋帽制品、消费电子、纸制品、塑料橡胶、药品；美国投资：计算机设备、通信设备、电子元器件；美国地产：轻工制造、家用电器；运输服务：集运、港口、贸易服务、物流；运输设施：集装箱、船舶；新兴投资：工程机械、建筑施工、化纤。
- **如何构建出口投资组合？**行业的依存度仅仅是我们在投资出口产业链时的一个方面；同时我们还要兼顾行业的竞争优势、估值水平等因素。

出口投资组合					
家电	000651	格力电器	港口	601018	宁波港
	000527	美的电器	物流	600153	建发股份
	000418	小天鹅A	交运物流	000039	中集集团
	002032	苏泊尔		600761	安徽合力
轻工制造	600978	宜华木业	机械制品	002444	巨星科技
	002084	海鸥卫浴	纺织服装衍生	002061	江山化工
通信设备	000063	中兴通讯		000488	晨鸣纸业

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

刘锋 分析师 SAC 执业编号：S0730209090111
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

内容目录

3 月思路：延续“确定性增长+安全性估值”	3
海外经济持续复苏带动出口部门	4
自上而下的梳理：出口的国别与行业	8
出口产业链条上的行业选择	10

图表目录

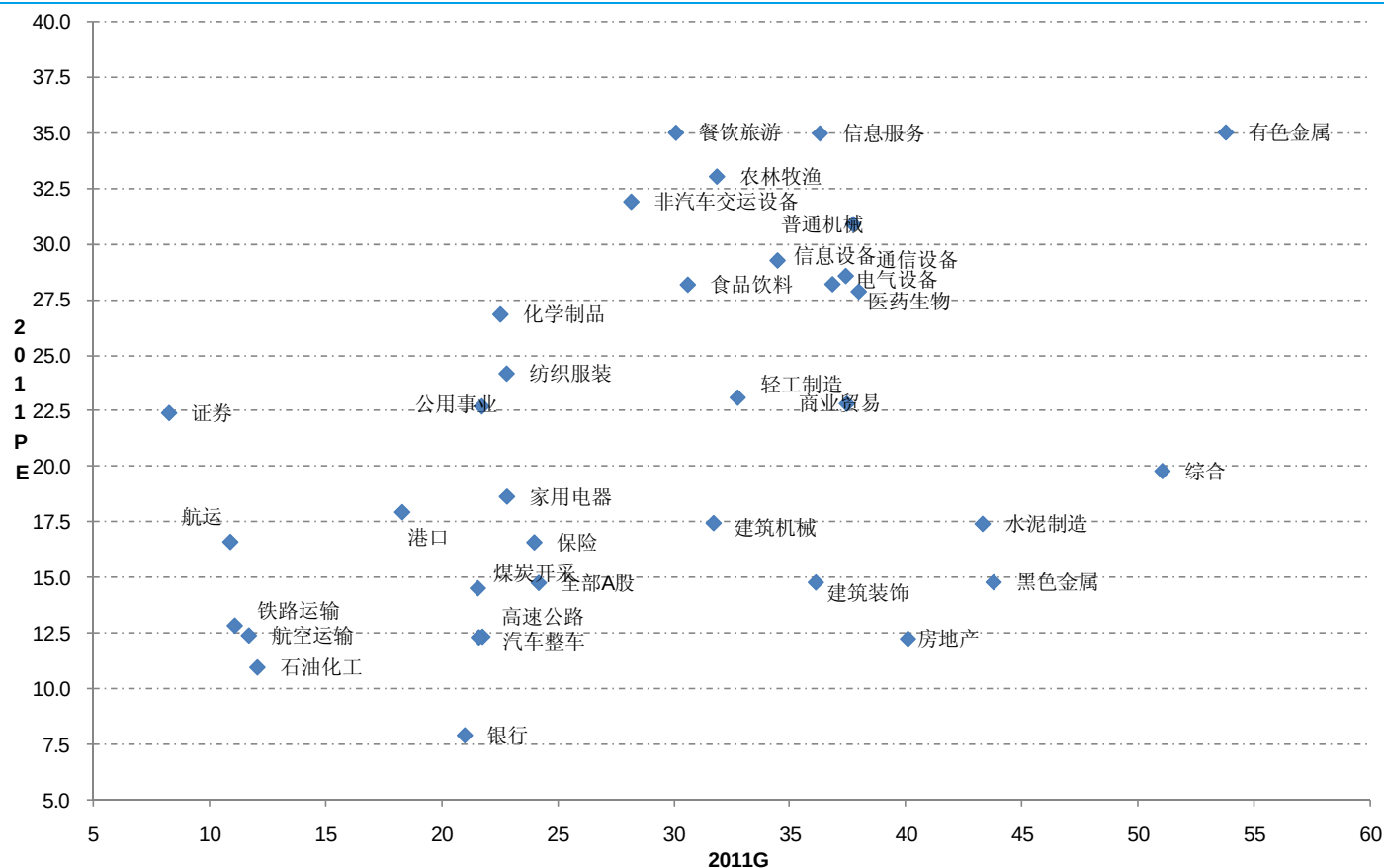
图表 1：2011 年的盈利与估值对比	3
图表 2：IMF 对全球经济的预测：2011 年增长 4.4%，2012 年增长 4.5%	4
图表 3：IMF 对全球通胀的走势于从：新兴市场受到较大通胀压力的困扰；先进经济体通胀温和	4
图表 4：2 月美国的 PMI 指数走高	5
图表 5：制造业产出走高	5
图表 6：2 月美国失业率进一步走低至 8.9%	5
图表 7：美国企业产能利用率在回升之中	5
图表 8：美国消费率先回升，投资略显乏力	6
图表 9：美国居民储蓄率已经回升至相对较高的水平	6
图表 10：美国的投资总体上回升的比较疲弱	6
图表 11：美国企业的盈利持续的回升	6
图表 12：美国的房屋承受能力在全球来看都是较好的	7
图表 13：美国的房价承受能力在进一步提升	7
图表 14：中国出口数据表现的比较好的	7
图表 15：新出口订单在好转	7
图表 16：中国的出口最终目的地以欧美为主	8
图表 17：IMF：全球经济失衡	8
图表 18：投入产出表计算的行业出口依存度：出口/总产出	8
图表 19：工业数据计算的出口依存度：出口交货值/行业收入	9
图表 20：行业分国别出口，对欧美出口量较多的行业	9
图表 21：消费需求：空调和手机出口增速快速增加	10
图表 22：消费需求：箱包服装出口增速增加	10
图表 23：投资：计算机和电子元器件出口放缓	10
图表 24：地产：家具照明需求稳中上升	10
图表 25：运输设施：沿海集装箱吞吐量高位增长	11
图表 26：运输设备：集装箱运价看起来是滞后指标	11
图表 27：上市公司按行业分类的出口依存度	11
图表 28：出口链条下的投资组合	12

3 月思路：延续“确定性增长+安全性估值”

3 月份的行业配置思路，主要还是延续“确定性增长+安全性估值”的策略。在行业选择层面，主要停泊在中低估值领域，增长确定性较高的行业；同时，仅仅从行业层面出发可能还是不够的，甚至还需要落到符合这个特征的公司层面。这个策略的考虑主要是基于以下原因：

- 市场在短期内缺乏系统性的机会。在增长上，地产调控、高成本压力都是考验，尚未看到有很强的趋势性动力形成；通胀方面，还是存在进一步走高的压力；政策上在避免大起大落，其变化带来的更多是心理预期上的波动；流动性方面，总体是略紧的，中间存有短期或松或紧的波动。在这种环境下，我们判断短期内不存在系统性的板块估值提升的机会，而机会在于寻找相对更确定更安全的结构性板块。
- 高估值板块有盈利不达预期的可能。从已公布的年报情况看，小市值股票的盈利增长并未达到市场预期，同时市场流动性略紧，使得小市值股票已处在高位的估值很难再进一步向上拓展。经过 2010 年小市值股票的估值系统性提升之后，整体性的机会减少，更多的需要去挖掘的确有增长超预期可能的新兴产业。
- 在低估值板块寻找确定性和超预期。低估值板块已经隐含了未来相对悲观的预期，如果盈利能够维持比较确定的增长，则会带来估值修复的动力；如果盈利能够有所超预期，则回报率会更为显著。我们也一直强调，在配置上这一块的相对比重是要上升的。
- 3 月，我们看好家电、轻工制造、通信设备、港口、物流。我们认为这些行业的增长更为确定，在其相对的估值领域还是有一定的安全边际；我们从出口增长的线索看好这些行业可能会有业绩的超预期。

图表1：2011 年的盈利与估值对比



来源：国金证券研究所

海外经济持续复苏带动出口部门

在寻找确定性增长的来源中，我们看好海外经济持续复苏给出口部门带来的拉动，出口的需求将提供出口部门更为确定性的增长。关注出口，在于其“锦上添花”的作用，出口部门的行业本身增长就比较快，如果再有出口的拉动，其增长就更为确定。

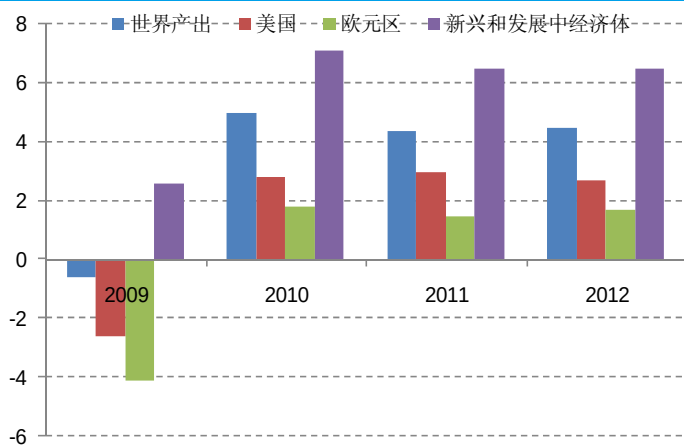
我们梳理了出口链条的行业机会，着重谈海外经济的复苏特征、中国行业受益的程度及选择、以及构建出口链条下的投资组合。

全球经济延续复苏的态势

在全球复苏的背景下，我们相对更看好美国经济的复苏。

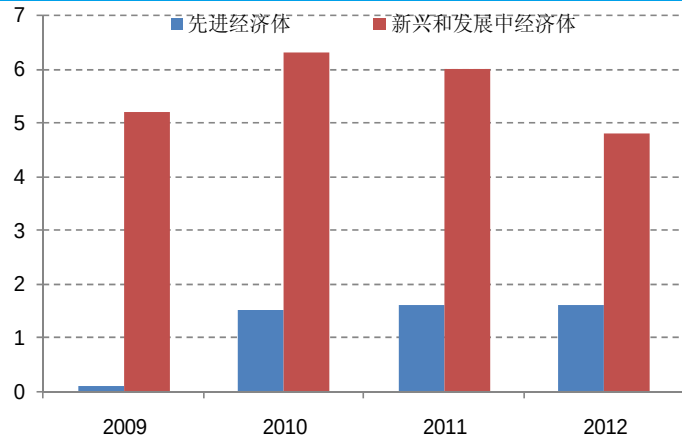
- **全球经济延续复苏的走势。**根据 IMF 对全球经济的预测，预计 2011 年的全球产出将增长 4.4%，2012 年增长 4.5%。其中，新兴市场增长最快，美国的增长要比欧元区略快一些。全球经济的增长得益于经济刺激措施的推出、私人消费部门的稳定、相对宽松的政策环境。
- **新兴市场面临通胀的考验。**新兴市场面临商品价格、农产品价格高企的压力，国内的通胀风险较高，这对于新兴市场国家而言是相对较大的考验。新兴市场大起大落是未来全球经济增长的风险点之一。所以对新兴市场而言，未来缓解过热压力降低通胀风险，避免经济大起大落是主要课题。
- **发达经济体需要进一步复苏。**发达经济体通胀相对较低、失业率相对较高，实现经济增长仍然是它们的重点目标。发达经济体的货币政策可能还会在较长一段时间内保持相对的宽松，以支持其经济的增长目标。在发达经济体中，我们相对更看好美国经济的复苏，其受新兴市场影响更小、政策宽松时间更长。

图表2: IMF 对全球经济的预测: 2011 年增长 4.4%, 2012 年增长 4.5%



来源: 国金证券研究所

图表3: IMF 对全球通胀的走势于从: 新兴市场受到较大通胀压力的困扰; 先进经济体通胀温和



美国短期经济继续扩张

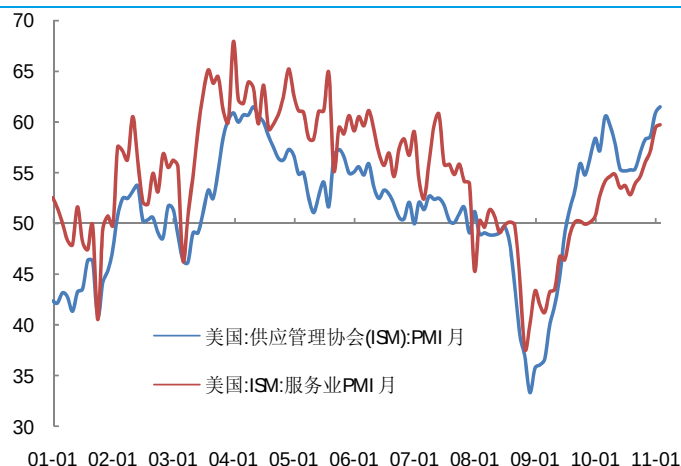
预期未来 1-2 个季度，美国经济继续维持复苏势头。

- **美国经济走在温和扩张的路上。**从短周期的数据看，2 月美国 PMI 指标进一步走强，2 月美国的失业率数据走低至 8.9%。美国走在复苏的路上，经济向好，同时就业率情况也开始改善。
- **相信美国政策不会过早退出。**美联储表示，在实现就业持续强劲增长之前，不能认为美国经济已经真正实现完全复苏。目前就业率虽然在逐步好

转，但还是在相对高位，相信美国政策的退出会更晚。我们预期美国经济起码在未来 1-2 个季度仍能维持相对较快的复苏势头。

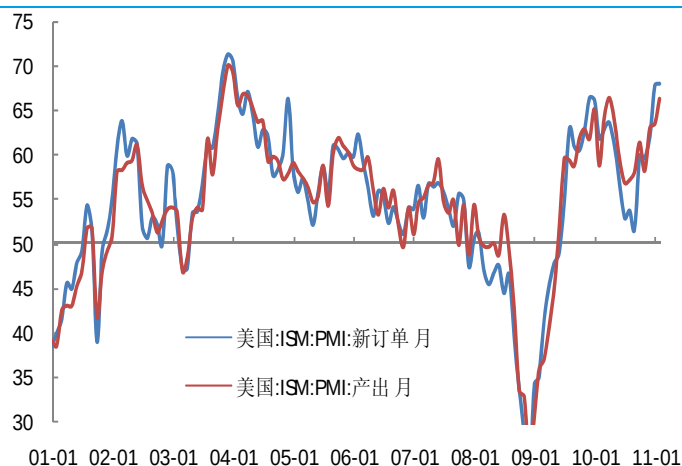
- 通胀压力，美国比其他国家要小。新兴市场国家受到商品价格和农产品加工上涨的冲击最大；美国由于受到全球制造的补贴，处在通胀压力影响最小的一端。温和的通胀，也有助于缓解美国政府的财政压力，我们认为相对于欧洲，美国对通胀作出反应的时间会更晚一些。

图表4：2 月美国的 PMI 指数走高

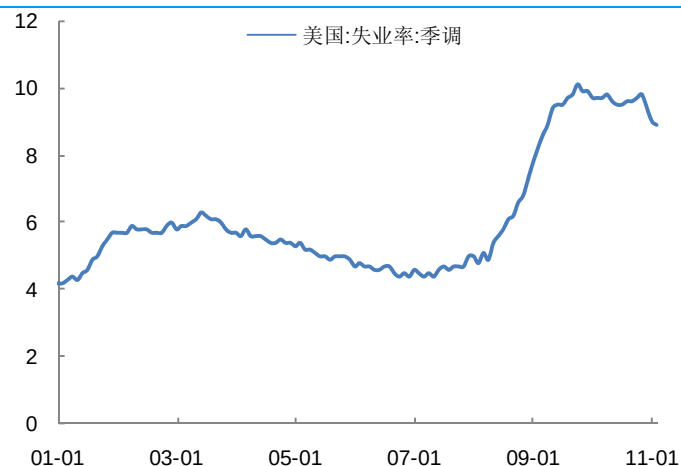


来源：国金证券研究所

图表5：制造业产出走高



图表6：2 月美国失业率进一步走低至 8.9%



来源：国金证券研究所

图表7：美国企业产能利用率在回升之中



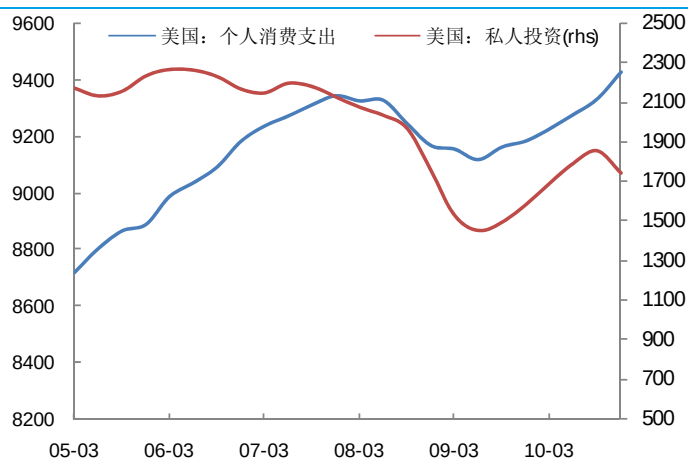
美国经济可能带来的惊喜

来自于企业投资的反弹和房地产市场复苏。

- 美国消费企稳，等待投资扩张。美国的个人消费支出自 09 年以后就逐步开始触底回升；与之相对应的是，居民储蓄率在经过了 08 年的大幅上升之后趋于稳定。这些都反应了个人消费领域的企稳反弹。在私人投资上，显得比较谨慎，不愿意去扩张产能。
- 投资：企业的盈利及现金储备充足。目前美国企业的盈利在稳步的回升，并且企业在账面上累积了大量的现金，这些可以说已经为投资做好了准备。IMF 判断经济上行的风险在于由于公司部门盈利强劲，一些先进经济体企业投资的反弹速度可能快于目前预期。

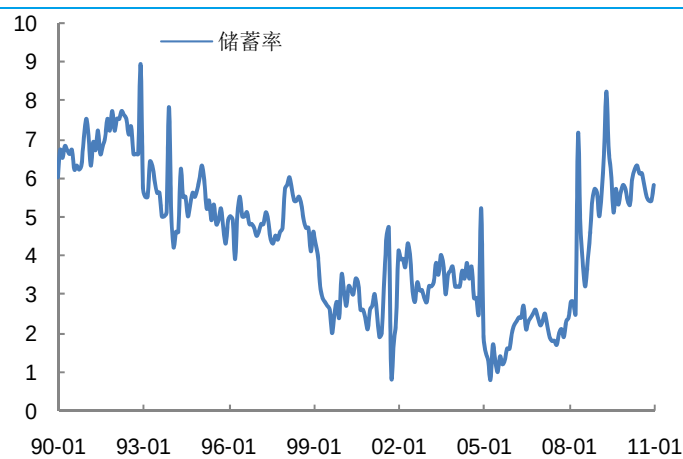
- **房地产：居民负担能力大大提升。**美国房地产市场的持续疲软，可能是导致企业投资信心不足的原因之一；不过从一些中期的数据看，随着美国房价下跌、利率下调、就业复苏，美国居民对本国房地产的负担能力大大提升。从国别比较看，美国是负担能力最强的；现在房产价值与年均家庭收入的比已经降低到 2.5 左右。难怪巴菲特会在年报中，建议美国家庭可以开始购买房子。美国房地产市场的走稳复苏将会是另外一个惊喜。
- **从巴菲特年报看美国经济。**巴菲特计划将增加在美国本土的投资，无论是固定资产设备还是收购目标公司，并且认为房地产业将会复苏。我们期待看到美国经济走入下一轮增长的轨道，及投资增加、就业改善、地产复苏的循环，尽管其中存在不确定性，但看起来还是存有希望的。
- **在 A 股配置中关注出口组合。**由于美国经济未来一段时间的复苏以及潜在的上行风险，我们在 A 股中关注中国的出口产业链条。

图表8：美国消费率先回升，投资略显乏力

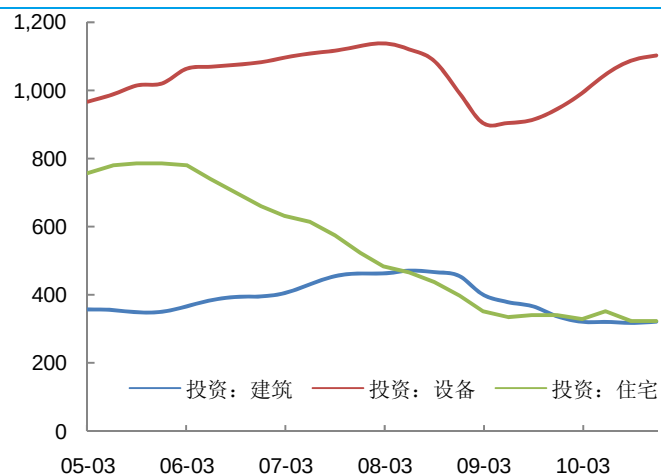


来源：国金证券研究所

图表9：美国居民储蓄率已经回升至相对较高的水平

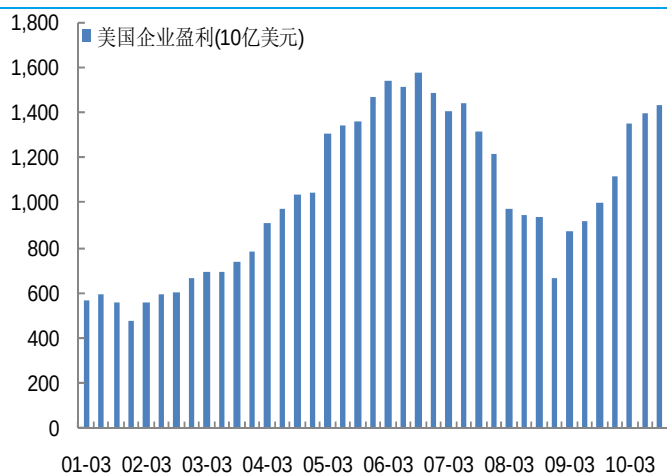


图表10：美国的投资总体上回升的比较疲弱

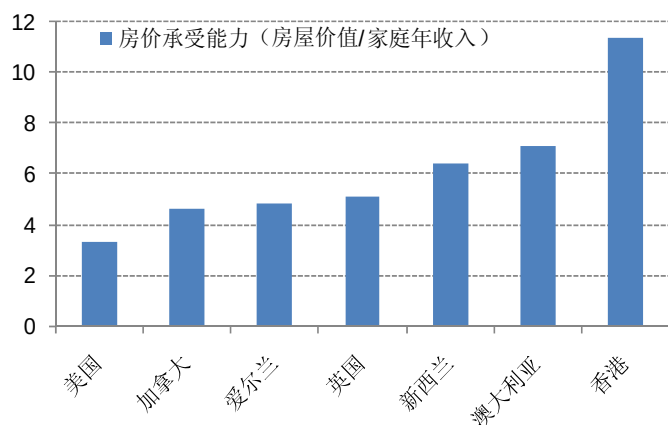


来源：国金证券研究所

图表11：美国企业的盈利持续的回升

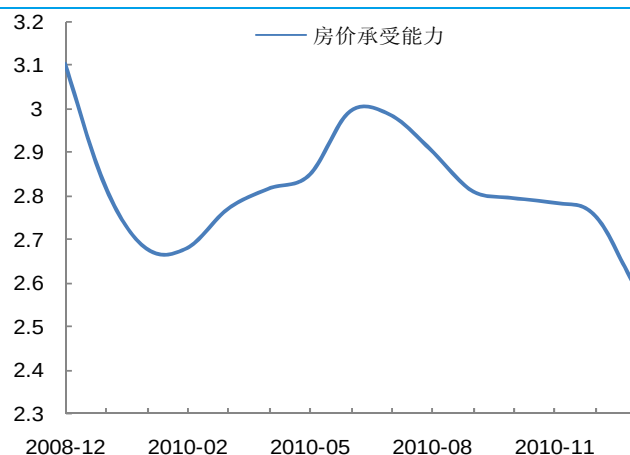


图表12: 美国的房屋承受能力在全球来看都是较好的



来源: 国金证券研究所

图表13: 美国的房价承受能力在进一步提升

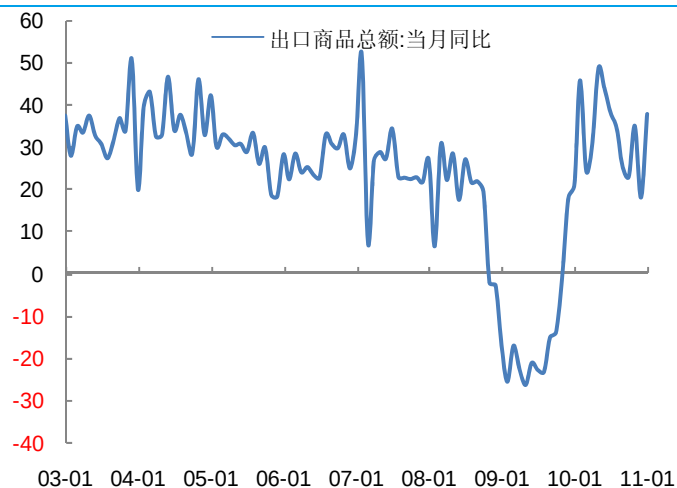


中国出口部门恢复形势良好

关注出口部门增长的超预期。

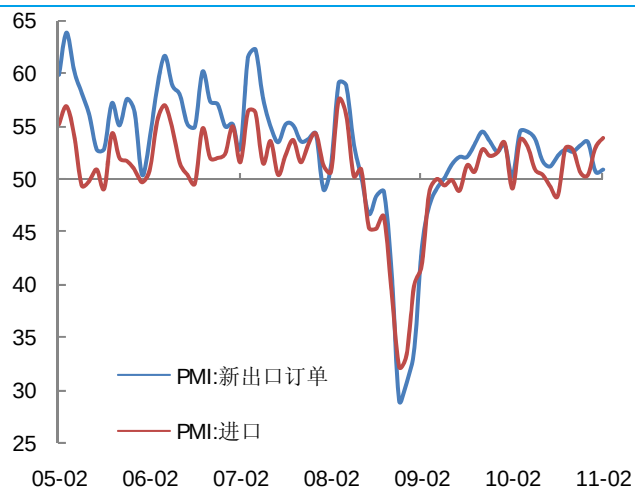
- 中国出口超过危机前水平。出口经过 09、10 年的回复已经超过了危机前的水平。并且其表现一直是要好于市场预期的。我们认为, 未来 1 个季度, 出口部门还会维持相对较强的增长势头。
- 更关注出口提供的确定性。由于中国经济在过去两年中, 投资规模的扩张, 使得总体经济受出口的影响下降, 受投资的影响上升; 因此出口很难对整体市场或大类行业带来明显的带动, 但出口的向好仍然会给一些行业的增长提高确定性。

图表14: 中国出口数据表现的比较好



来源: 国金证券研究所

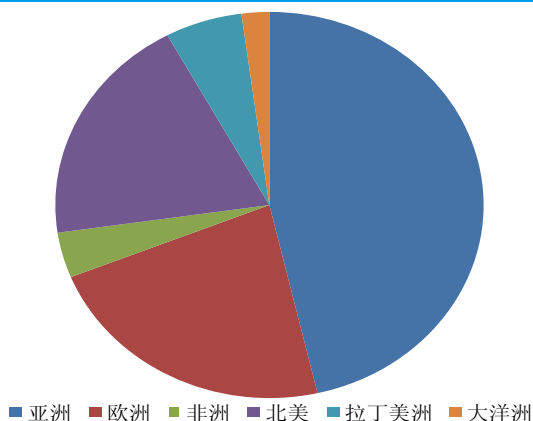
图表15: 新出口订单在好转



自上而下的梳理：出口的国别与行业

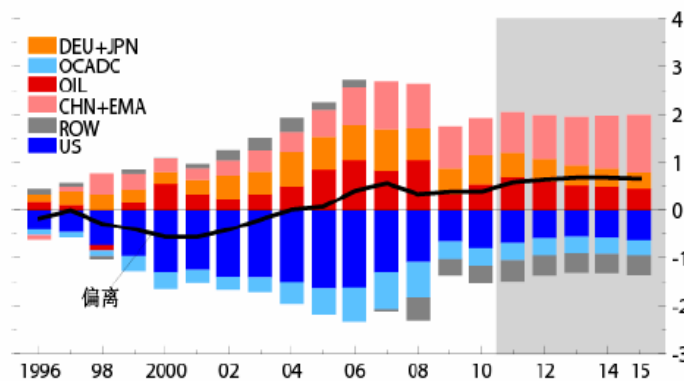
- 出口国别：中国出口的目的地是欧美。目前美国和欧洲分别占到中国直接出口的 20% 左右；亚洲占到中国出口比重的 46%，但其中很大程度上是东亚经济体之间的制造链循环，最终出口地还是欧美的发达经济体。从全球经济平衡的角度看，美国还是最终的消费源头。所以，顺着中国出口产业链追索，最终会是美国的需求主导。因此，美国经济的复苏对中国出口具有比较强的意义。

图表16：中国的出口最终目的地以欧美为主



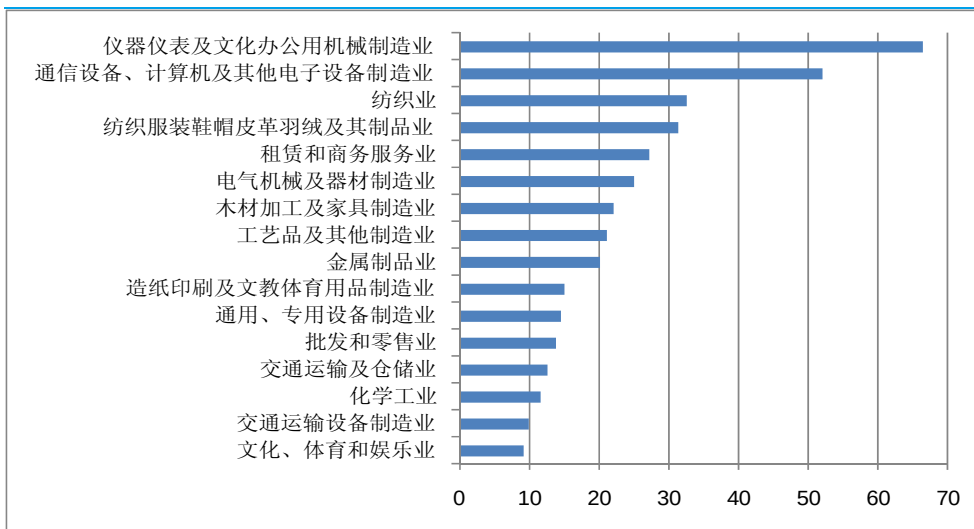
来源：国金证券研究所

图表17：IMF：全球经济失衡



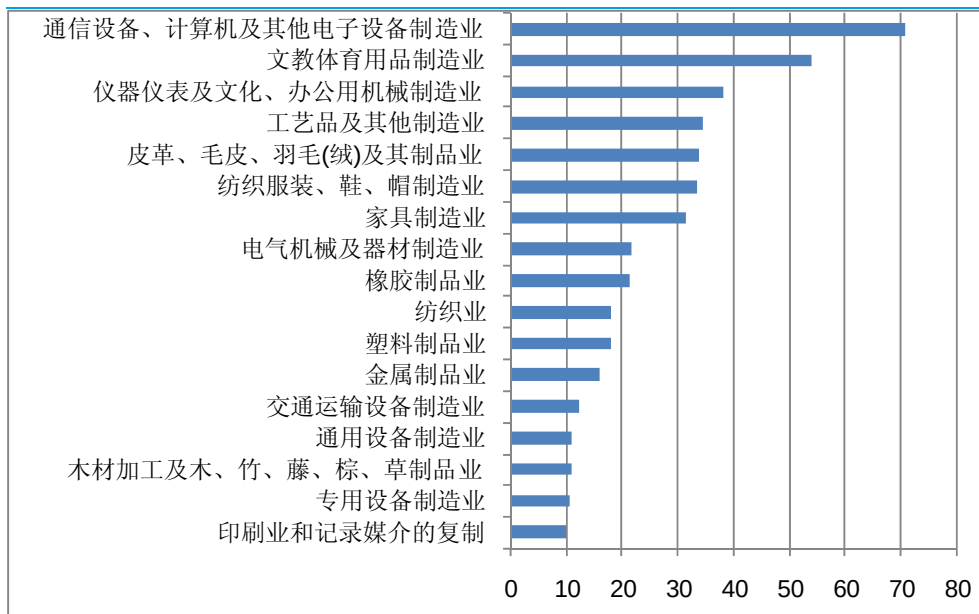
- 出口行业：行业的出口依存度计算。根据投入产出表的计算，我们大致算出各个行业的出口依存度。具体如下：仪器仪表的出口需求占到 60% 以上，通信设备占到 50% 以上，纺织服装在 30% 以上，商贸服务、家电、木材家具、工艺品、金属制品在 20% 附近，造纸、机械设备、交运设备、交运仓储、化工等在 10% 左右。
- 在 09 年的出口报告中，我们曾用出口交货值/行业收入来衡量出口依存度。这个指标与投入产出表计算的结果有一点差异，出口交货值主要衡量的是规模以上的工业企业，投入产出表是全经济。

图表18：投入产出表计算的行业出口依存度：出口/总产出



来源：国金证券研究所

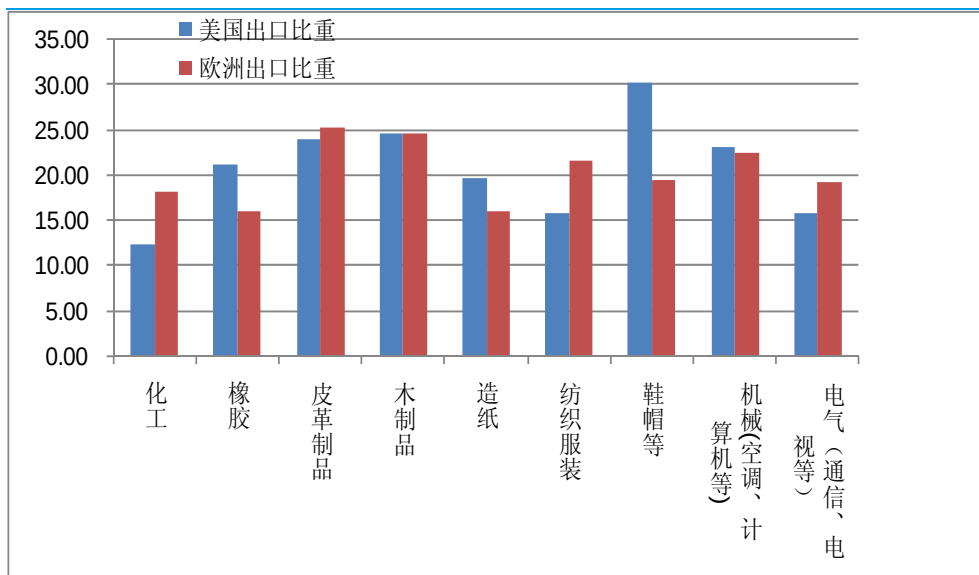
图表19：工业数据计算的出口依存度：出口交货值/行业收入



来源：国金证券研究所

- 国别+行业：对美欧出口多的行业。通过国别与行业的双重比较，我们看到以下行业对美欧的出口较多：电气机械、通信设备、服装鞋帽、木材家具、造纸印刷、橡胶塑料。

图表20：行业分国别出口，对欧美出口量较多的行业



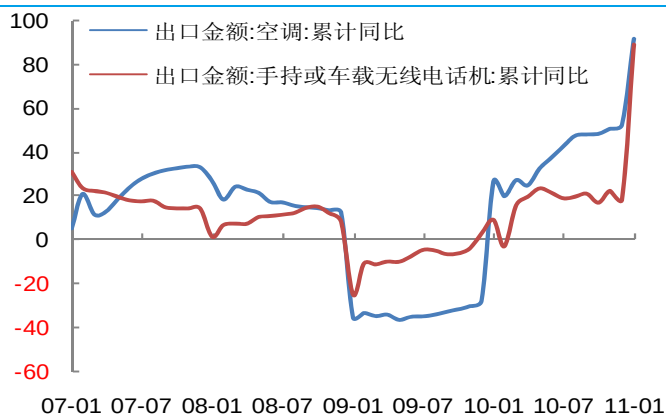
来源：国金证券研究所

出口产业链条上的行业选择

从出口需求细分产业链

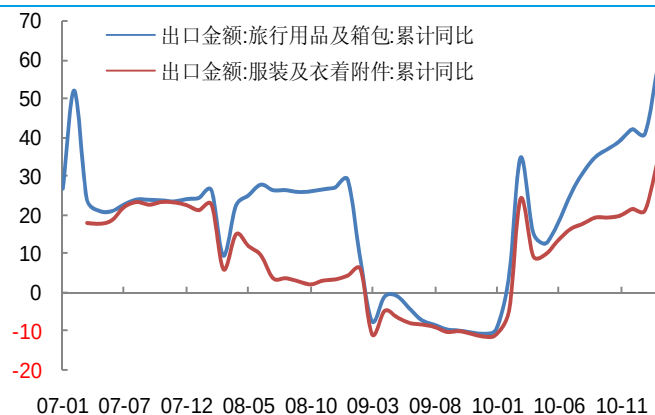
- 从最终需求看出口的产业链。前面，我们静态的分析了行业的出口依存度和出口国别。而从需求的角度看，可以更动态的看清楚行业未来受出口影响的走势。我们把主要出口行业受需求拉动大致进行了划分：
 - 美国消费：家用电器、服装鞋帽制品、消费电子、纸制品、塑料橡胶、药品
 - 美国投资：计算机设备、通信设备、电子元器件
 - 美国地产：轻工制造、家用电器
 - 运输服务：集运、港口、贸易服务、物流
 - 运输设施：集装箱、船舶
 - 新兴投资：工程机械、建筑施工、化纤
- 通过对中国出口主要行业的数据分析，大致可以看出，海外消费需求比较旺盛，对应的空调、服装、箱包、手机等的出口大幅增加；海外投资需求比较温和，计算机设备和电子元器件的增速略有放缓；地产需求，稳中有所回升。同时，从国内的出口服务的数据看，集装箱的吞吐量还是维持在相对较高的增速，其中南方港口增长方面，长三角港口增长较快。

图表21：消费需求：空调和手机出口增速快速增加

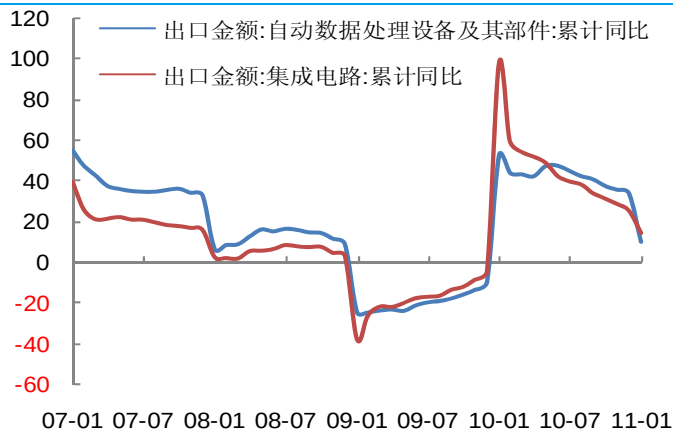


来源：国金证券研究所

图表22：消费需求：箱包服装出口增速增加

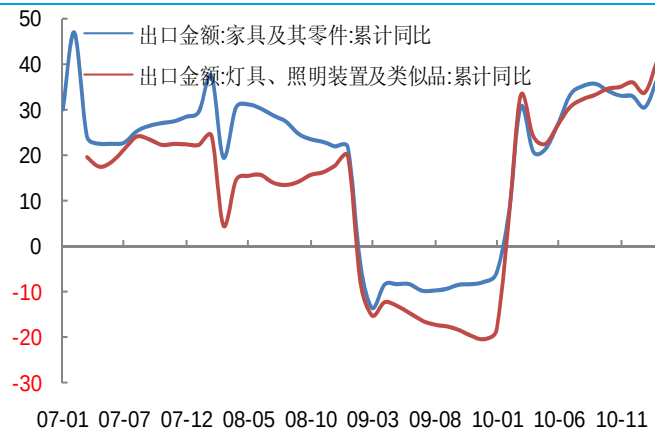


图表23：投资：计算机和电子元器件出口放缓

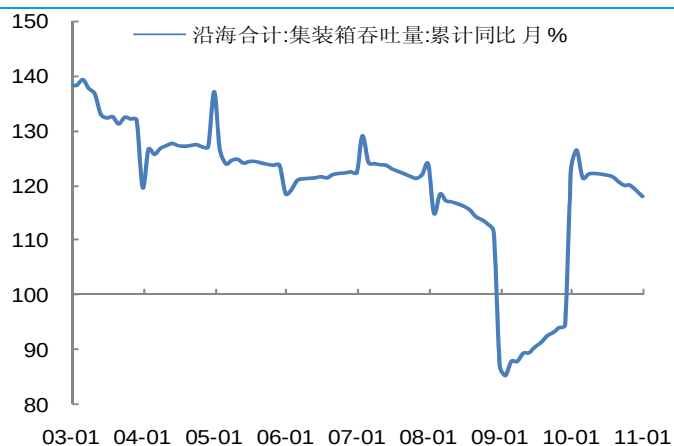


来源：国金证券研究所

图表24：地产：家具照明需求稳中上升

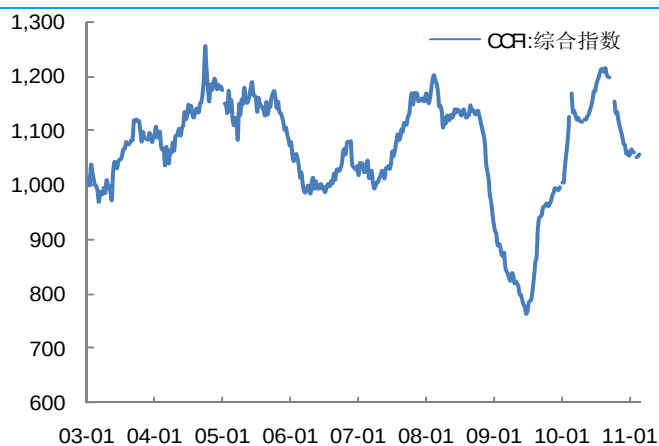


图表25: 运输设施: 沿海集装箱吞吐量高位增长



来源: 国金证券研究所

图表26: 运输设备: 集装箱运价看起来是滞后指标



我们看好家电、轻工制造、通信设备、港口、物流。

- 在出口产业链, 我们认为美国经济将继续复苏之路, 在消费企稳的情况下, 企业投资和地产复苏有望有所惊喜, 我们看好家电、轻工制造、通信设备、港口、物流。

图表27: 上市公司按行业分类的出口依存度

细分行业	出口业务收入(亿元)	出口依存度
轻工制造--其他轻工制造 II--家具	50.49	76.09
交通运输--航运 II--航运 III	680.76	73.29
机械设备--金属制品 II--金属制品 III	213.92	65.52
机械设备--专用设备--重型机械	208.98	57.68
信息设备--计算机设备 II--计算机设备 III	349.66	51.70
交运设备--非汽车交运设备--船舶制造	269.88	50.38
电子元器件--元件 II--元件 III	79.07	47.23
纺织服装--纺织--棉纺	151.36	46.87
电子元器件--显示器件 II--显示器件 III	69.28	43.47
化工--化学制品--农药	69.56	43.11
信息设备--通信设备--通信传输设备	327.34	40.09
轻工制造--其他轻工制造 II--家用轻工	76.17	39.00
医药生物--化学制药--化学原料药	120.80	34.24
纺织服装--服装 II--服装 III	84.85	33.66
家用电器--白色家电--小家电	48.02	32.52
交通运输--航空运输 II--航空运输 III	454.56	30.93
家用电器--视听器材--彩电	322.12	27.91
化工--橡胶--轮胎	73.18	25.63
家用电器--白色家电--冰箱	65.03	24.92
家用电器--白色家电--空调	284.18	21.94
交运设备--汽车零部件 II--汽车零部件 III	104.90	16.26
机械设备--专用设备--建筑机械	141.04	14.10
商业贸易--贸易 II--贸易 III	198.15	9.31
建筑建材--建筑装饰--建筑施工	1093.46	8.35

来源: 国金证券研究所

- 我们测算了上市公司按行业分类的出口依存度。行业的依存度仅仅是我们在投资出口产业链时的一个方面；同时我们还要兼顾行业的竞争优势、估值水平等等因素，如出口贸易的毛利率都很低、纺织企业受到成本的困扰、集运短期面临油价高企的压力等。

出口链条下的投资组合

- 强调自下而上的重要性。我们落到公司层面是因为目前在投资上行业属性其实不是很强，市场更多的在自下而上的寻找机会，同一个行业里面的差别也会比较大。此外，在公司层面可能会有新的投资机会的出现，而不需要局限在行业层面。所以，我们构建了以下的组合。

图表28：出口链条下的投资组合

行业	代码	公司	出口依存度	2011 PE	投资逻辑
家电	000651	格力电器	22%	13.15	国内家电消费势头良好，销售数据持续超预期，行业估值较低。海外市场的复苏能给行业起到锦上添花的作用
	000527	美的电器	29%	15.90	
	000418	小天鹅 A	30%	20.15	
	002032	苏泊尔	30%	26.94	
轻工制造	600978	宜华木业	99%	15.29	博弈美国房地产市场的复苏
	002084	海鸥卫浴	86%	27.48	
通信设备	000063	中兴通讯	50%	22.14	未来几年，国内资本开支预计稳定增长、全球智能终端消费快速增长、新兴市场后续 3G 投资、以及发达市场陆续 4G 投资等带来持续的增量市场，为公司持续增长提供的市场保障
港口	601018	宁波港	-	17.60	长三角的港口贸易量增长更加稳定，同时还受到浙江海洋经济规划的
物流	600153	建发股份	40%	9.85	对外贸易占了公司主营业务的一大部分，同时公司进入供应链管理领域，长远看受益于海外市场的复苏
交运物流	000039	中集集团	95%	19.27	一方面是集装箱业务，另一方面是物流装备业务，都是受益于出口量的增长
	600761	安徽合力	14%	20.00	叉车受益于出口和物流业的增长
机械制品	002444	巨星科技	99%	24.73	纯出口的公司，受益于美国经济的复苏
纺织服装衍生	002061	江山化工	聚氨酯	15.95	纺织服装鞋帽受出口拉动明显，但纺织服装公司受棉花成本影响更大；我们投资纺织服装的上游，关注溶解浆、聚氨酯。
	000488	晨鸣纸业	溶解浆	11.78	

来源：国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室