

2011 年 2 月 14 日

策略研究

月度报告

研究所

证券分析师：桑俊 S0350510120007
0755-83707385 sangj@ghzq.com.cn

西风东渐，由外及内

——2012 年 2 月投资策略报告

投资要点：

- **年初以来的市场反弹体现为过度悲观预期的修复。** 我们在年度策略路演中提出经济再度繁荣的理想路径，包括“稳健的货币”+“自由的市场”。结合 2012 年换届因素的影响以及改革推进的潜在压力，预计短期制度推进的不确定性较大，退而求其次，短期政府将以主动的财政支出来替代，中长期才能期许制度红利的释放。去年四季度以来市场大幅调整，主要在于对经济和政策的悲观解读集中反映，主要是对于过度悲观的经济放缓。1 月份至今市场反弹的逻辑，先是博弈政策放松的可能，后是博弈经济的触底复苏。
- **西风东渐：风险偏好上升，反弹波折推进。** 从 2011 年底到 2012 年初，全世界资金的风险偏好发生了显著变化。美元在去年四季度还被作为全球资金的避险工具，但是全球经济增长预期改变之后，资金再度从美元开始回流新兴市场。最近两月的 PMI 数据以及四季度的宏观经济数据都纷纷显示，在经过去年接近一年的经济下行之后，短期经济出现了企稳的迹象，我们认为这种复苏主要在于海外流动性的宽松和国内持续“去杠杆”之后的反弹。展望 2 月份乃至一季度，经济季节性复苏的力度和幅度都还有待观测，1 月份的宏观经济数据喜忧参半而且缺乏对比意义。**流动性改善预期是市场反弹的大背景，但是对于经济增长的疑虑使得反弹的推进或许会出现一波三折。**
- **否极泰来：估值低水平，流动性趋暖。** 市场低位反弹之后，整体估值水平仍然处于历史低位。低估值大盘蓝筹反弹居前，市场风格继续收敛。跟历史平均估值水平相比，大盘股估值压力较小，中小市值股票估值仍然具有一定的下行风险。PPI-PPIRM 的领先效应预示工业企业利润增速于 2012 年二季度出现反弹，工业企业盈利在二季度出现季节性波动概率在增加，但是如果考虑到需求放缓下工业企业“去杠杆”的大趋势，资产负债率的高位回落将会主导企业 ROE 的大趋势，因此企业 ROE 的下行格局难以更改。从中期来看，流动性整体还将延续好转的趋势，通胀位于高位而且下行幅度可能有限制约央行的政策空，但是全球量化宽松的格局仍然存在，外汇占款由负转正并且格局延续仍然存在可能，考虑到 2 月份之后的存款回流，后续信贷投放超预期的可能性也在增加。
- **行业配置：从外及内，周期占优。** 从投资时钟的角度出发，早周期的投资品、下游可选消费品和金融股占优；从中观行业的微观指标跟踪来看，下游汽车行业存在投资机会；从出口产业链的观测来看，出口占比较高的家电、工程机械、TMT、纺织服装值得关注；从潜在的政策利好因素考虑，机械行业受政策推动影响较大。总的来说，推荐从出口好转到内需改善的早周期、下游可选消费品和金融行业，**推荐家电、TMT、纺织服装、机械、汽车和金融行业。**

目 录

1、市场回顾与展望	3
2、西风东渐：风险偏好上升，反弹波折推进.....	4
2.1、海外量化宽松效果显现	4
2.2、国内经济“去杠杆”大趋势下的反复	6
2.3、流动性改善为主，反弹在波折中推进.....	8
3、否极泰来：估值相对低水平，流动性趋暖.....	9
3.1、估值仍然处于历史低水平	9
3.2、企业盈利阶段性改善	10
3.3、流动性属于紧平衡，但是趋于好转	11
4、行业配置：从外及内，周期占优.....	13
4.1、投资时钟暗示周期性仍然占优	13
4.2、行业数据跟踪：需求旺季开始被预期.....	14
4.3、出口产业链的好转预期	17

1、市场回顾与展望

我们在年度策略路演中提出经济再度繁荣的理想路径，包括“**稳健的货币**”+“**自由的市场**”。结合 2012 年换届因素的影响以及改革推进的潜在压力，预计短期制度推进的不确定性较大，退而求其次，短期政府将以主动的财政支出来替代，中长期才能期许制度红利的释放。

去年四季度以来市场大幅调整，主要在于对经济和政策的悲观解读集中反映，具体包括两个方面，过于乐观的货币宽松和过于悲观的经济放缓。货币再度宽松的格局没能出现，央行仍然延续“紧平衡”的基本态势，表面上政策谨慎可以用通胀压力来给予解释，更实质的问题是货币不能解决所有的问题，经济结构调整本身是市场的行为，政府的越俎代庖缺乏逻辑性也降低了成功的可能性。此外，经济未来仍然处于小幅缓慢下行的基本格局，财政支出的相机抉择在逐步降低经济硬着陆的风险。

在过度悲观预期带来的市场下跌之后，市场在 1 月份至今出现触底反弹的趋势。市场反弹的逻辑，先是博弈政策放松的可能，后是博弈经济的触底复苏。市场表现也符合这些逻辑，有色、煤炭、金融行业涨幅居前。

展望 2 月份乃至一季度，我们认为宏观经济仍然处于小幅缓慢下滑的基本态势，全球资金的风险偏好上升将降低短期市场的下行空间。与年初的预期不同，出口部门的回暖将会对冲投资增速的放缓，托底中国经济。投资增速放缓的趋势下，预计年初投资品行业的季度复苏幅度可能会低于往年，因此周期性投资品行业的反弹存在压力。考虑到“两会”即将来临，市场将会转而博弈出口行业的好转，以及政策的想象空间。

从投资时钟的角度出发，早周期的投资品、下游可选消费品和金融股占优；从中观行业的微观指标跟踪来看，下游汽车行业存在投资机会；从出口产业链的观测来看，出口占比较高的家电、工程机械、TMT、纺织服装值得关注；从潜在的政策利好因素考虑，机械行业受政策推动影响较大。

总的来说，我们推荐流动性好转预期下的从出口好转到内需改善的早周期、下游可选消费品和金融行业，推荐家电、TMT、纺织服装、机械、汽车和金融行业。

2、西风东渐：风险偏好上升，反弹波折推进

去年四季度以来的悲观经济预期在扭转。此前市场担忧的是美国的复苏缓慢、欧元区的主权债务蔓延和经济崩溃风险，以及新兴市场国家的“增长与通胀”两难。随着欧元区量化宽松的闸门重启，欧元区经济出现曙光，全球经济增长的预期可能再度扭转，对中国经济而言，超预期的出口复苏有利于经济增速托底和降低政府政策放松预期。

2.1、海外量化宽松效果显现

进入 2012 年来，随着美国量化宽松的声明以及欧洲央行第一轮 LTRO 操作的实施，全球经济增长的预期显著改善。流动性格局持续改善、PMI 数据好转、投资者风险偏好上升，包括 A 股在内的新兴市场国家的外部环境均得到显著改善，短期内市场反弹格局还将延续。

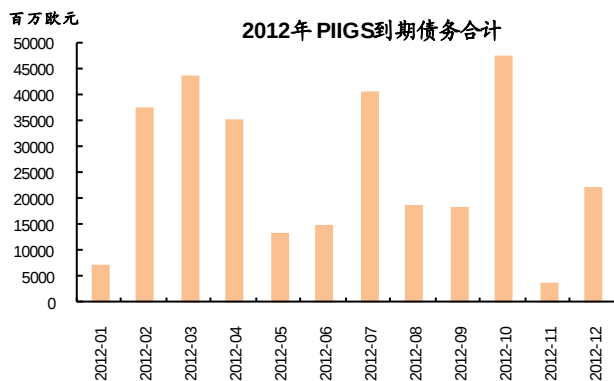
全球流动性格局持续改善

欧元区量化宽松措施效果非常显著。尽管前不久标普和惠誉接连下调了众多欧元区国家的主权债务评级，但是自欧元区 LTRO 操作实施以来，此前焦灼的欧债危机得到了明显缓解。尤其是欧洲央行推出 1% 固定利率的 3 年期再融资操作 (LTRO)，低利率的量化宽松使得欧元区国家主权债务利率明显走低。

全球的量化宽松会延续，美联储已经声明低利率延长至 2014，欧洲央行第二轮 LTRO 出台也是大概率事件。考虑到 2012 年前 4 个月是 PIIGS 国家国债的集中到期时段，欧洲央行将会在 2 月 29 日开始延续第二轮的 LTRO 操作，这将大大降低西班牙和意大利为代表的欧元区核心国家的主权债务风险。

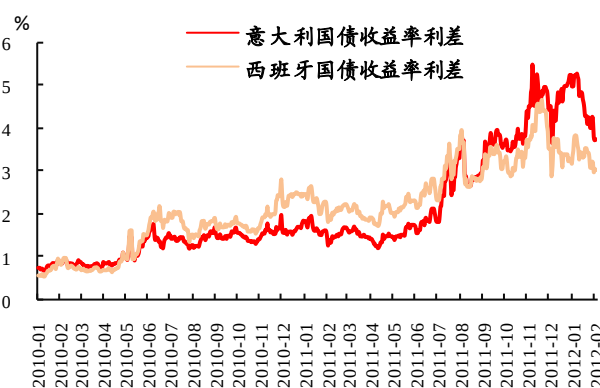
欧元区的流动性复苏仍在持续。三个月期欧元 Libor 与隔夜指数掉期利率(OIS)之间的利差开始显著收缩，外汇市场上欧元兑美元的汇率开始反弹。

图 1、欧债危机主要国债到期集中在前 4 个月



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、意大利和西班牙相对于德国国债利差收窄



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、欧元的流动性显著缓解



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、欧元汇率出现反弹

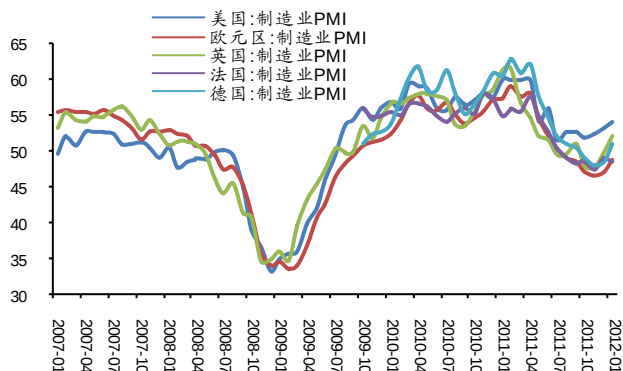


资料来源：WIND、国海证券研究所

全球主要国家 PMI 数据出现明显好转

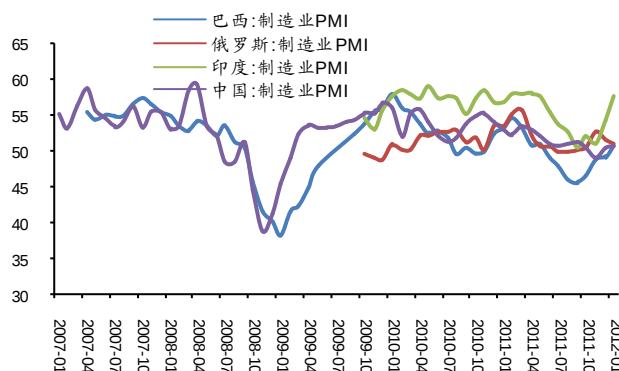
从 1 月份全球最新的 PMI 数据来看，除法国和部分南欧国家外，绝大部分发达国家和新兴市场国家 PMI 数据都出现反弹趋势。尽管全球绝大部分国家政策都面临赤字压力导致经济增速放缓趋势可能会延续，但是经济增长出现明显的触底迹象还是能够改善投资者的悲观预期。

图 5、EPFR 新兴市场指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、欧元区 PMI 数据



资料来源：WIND、国海证券研究所

资金的风险偏好有所上升

全球性资金风险偏好的上升主要受两者因素的影响：1）量化宽松会继续实行：美联储会议结论表示低利率环境将延长至 2014 年中，欧洲第二轮 LTRO 有望成行；2）低利率环境下经济的悲观预期显著改善。

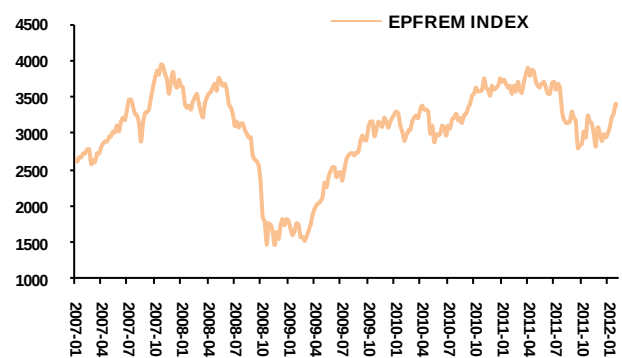
从 2011 年底到 2012 年初，全世界资金的风险偏好发生了显著变化。美元在去年四季度还被作为全球资金的避险工具，但是全球经济增长预期改变之后，资金再度从美元开始回流新兴市场。

图 7、美元指数与 VIX 指数再度背离



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、FTSE 的 EPFR 新兴市场指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.2、国内经济“去杠杆”大趋势下的反复

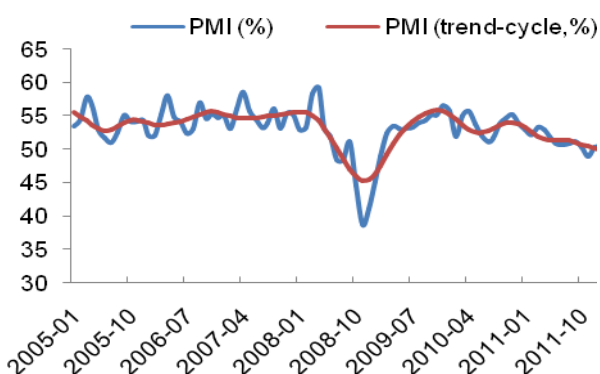
最近两月的 PMI 数据以及四季度的宏观经济数据都纷纷显示，在经过去年接近一年的经济下行之后，短期经济出现了企稳的迹象，我们认为这种复苏主要在于海外流动性的宽松和国内持续“去杠杆”之后的反弹。因此经济的长期趋势仍然不变，经济短期仍然属于短期小幅波动的范畴。

PMI 及细分项证实趋势尚有待观测

短期“库存”周期似乎在起作用。从 PMI 及细分项来看，PMI 和 PMI 新订单指数都出现持续回升的趋势，而且产成品和原材料库存的逆向波动也呈现出“补库存”趋势的乐观预期。不过从 HP 滤波后的数据来看，PMI 仍然延续下行的趋势，而且产成品和原材料库存的趋势尚未发生改变。趋势和现实的背离可能体现在两个方面：

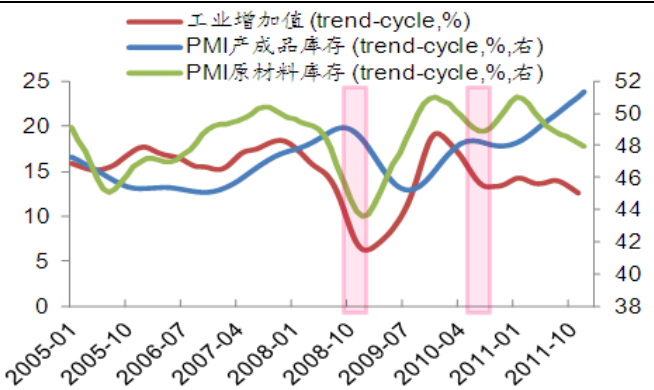
一是海外流动性使得国内企业补库存的动力上升。企业原材料库存已经持续了 7 个月，这是除 2008 年金融危机之后第二长的时间跨度，在近期欧美进一步量化宽松之后，资源品价格再度上涨，原材料价格上涨压力使得企业存在增加库存的动力。

图 9、GDP 增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

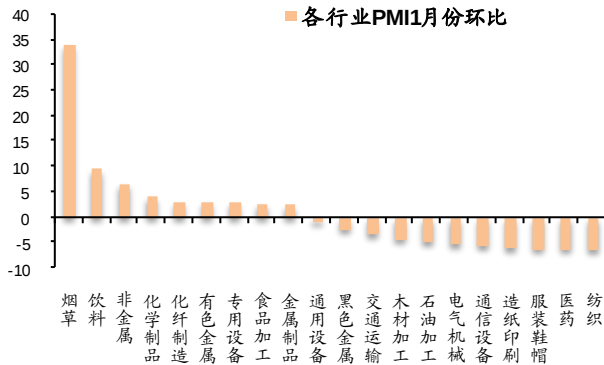
图 10、固定资产投资增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

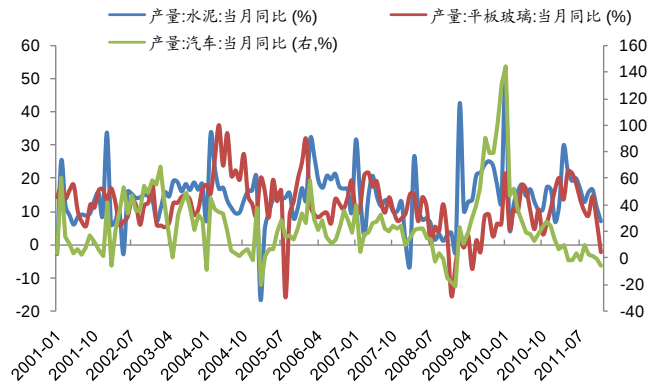
二是 PMI 反弹仍然以季节性商品需求为主。按照历史趋势来看，3 月份开始是投资品的需求旺季，往年的 PMI 数据在 3 月份都会出现跃升。从 1 月份分行业的 PMI 数据来看，烟草、饮料等消费类行业大幅反弹，其他均小幅波动，中观层面的水泥、玻璃、汽车产量增速仍然处于回落中，与 PMI 数据基本一致。

图 11、粗钢及钢材产量同比增速维持低位



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12、水泥、平板玻璃、汽车产量增速仍处于回落中



资料来源：WIND、国海证券研究所

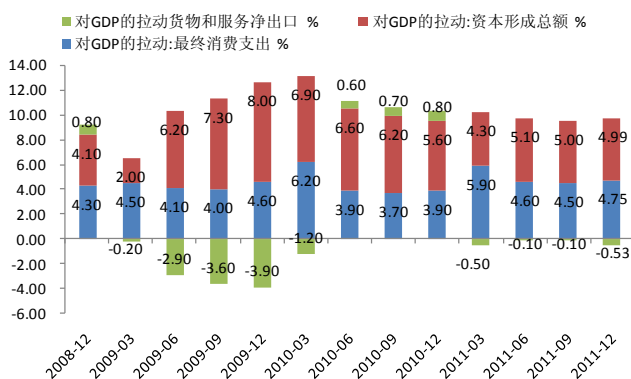
经济长期趋势仍然底部小幅波动

我们仍然认为这是一个经济长周期下行和制造业企业“去杠杆”的时期。尽管未来一个季度会面临“传统需求旺季”，但是投资增速的持续放缓，会使得制造业需求面临充裕供给的约束，旺季不旺的压力可能会存在，钢铁、水泥、工程机械行业仍然面临供给压力。我们的行业研究员微观调研结论也证实这一判断。

未来经济增速发生趋势性的好转可能只能存在于两个方面，但是这两个方面目前仍然缺乏明显的触发因素：

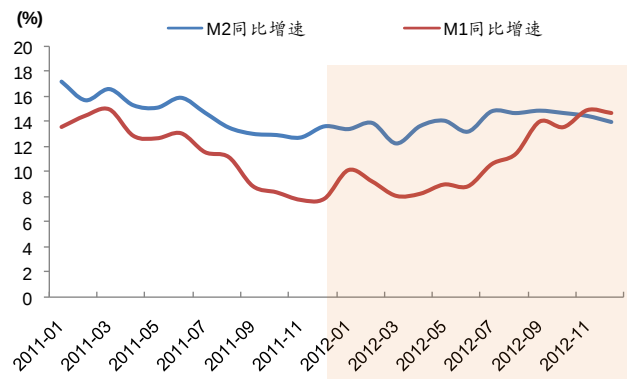
1) 经济快速下滑，货币大幅放松。2012 年以来，存准下调的预期被不断延后，金融机构的资金持续处于紧平衡的状态。从近期政府工作会议来看，通胀已经不是政策的主要关注点，维持投资持续增长成为政策落脚点。如果全球经济短期好转能够托底出口，信贷投放将会稳步推进，但是金融机构难以重复 2009 年和 2010 年大规模信贷投放。

图 13、当前的宏观预测对于出口比较谨慎



资料来源：WIND、国海证券研究所

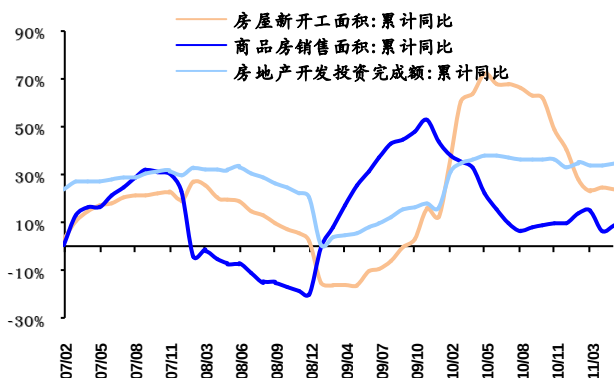
图 14、货币供应量缺乏大幅上行空间



资料来源：WIND、国海证券研究所

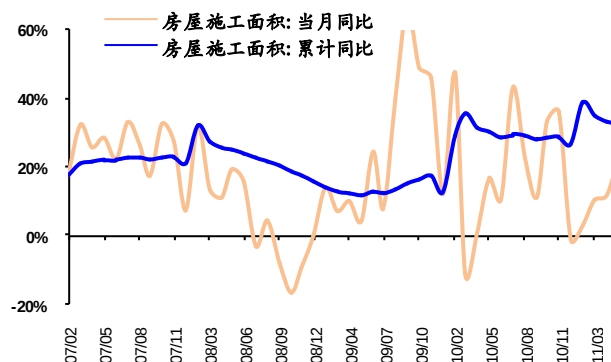
2) 销售快速回暖，房地产投资拐点出现。芜湖的房地产调控放松被马上叫停，进一步强化了政府调控房地产的决定。从当前房地产行业的趋势和行业的微观调研来看，预计上半年房地产市场仍将处于量价低迷的焦灼状态，在三季度之前尚看不到房地产行业投资拐点的到来。

图 15、房地产开工、销售、投资增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16、房地产施工面积同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3、流动性改善为主，反弹在波折中推进

纵观未来一个季度的市场趋势，预计市场将会延续反弹的格局，整体在波折中推进。由于宏观经济总体将处于低位震荡的过程，“U”型底部的持续时间会超出市场预期。因此，市场缺乏明显的周期轮动特征和盈利改善的行业传导。

对于市场的主要影响因素，我们定位于流动性推动下的悲观预期修复。当前市场的流动性改善包括：

- 1、商业银行信贷投放的超预期。商业银行的信贷投放受“存贷比”的约束更大，2 月份开始由于存款的回流，商业银行信贷投放能力将会明显增加。
- 2、货币供应的改善。全球流动性偏好改善和人民币汇率升值预期再现的背景下，外汇占款由负转正是大概率事件，经济的货币环境会显著好转。
- 3、长期资金入市预期存在。无论是规模、制度建设，还是投资时点上，我们都认为长期资金对于市场的影响力偏弱，但是长期资金入市的期许仍将有利于维持市场的乐观预期。

展望 2 月份乃至一季度，流动性改善的预期是大背景，经济季节性复苏的力度和幅度都还有待观测，而且 1 月份的宏观经济数据喜忧参半而且缺乏对比意义。流动性改善奠定反弹的大趋势，但是对于经济增长的疑虑使得反弹的推进或许会出现一波三折。

3、否极泰来：估值相对低水平，流动性趋暖

年初以来，低估值的周期性行业以及金融业表现占优。尽管市场体现出部分经济复苏下的行业轮动特征，但是实际上仍然是此前悲观预期修复以及存量资金博弈的结果。

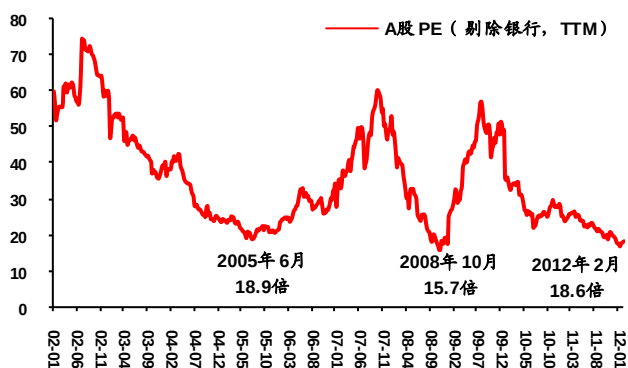
3.1、估值仍然处于历史低水平

市场低位反弹之后，整体估值水平仍然处于历史低位。低估值大盘蓝筹反弹居前，市场风格继续收敛。跟历史平均估值水平相比，大盘股估值压力较小，中小市值股票估值仍然具有一定的下行风险。

静态估值仍然处于历史低位

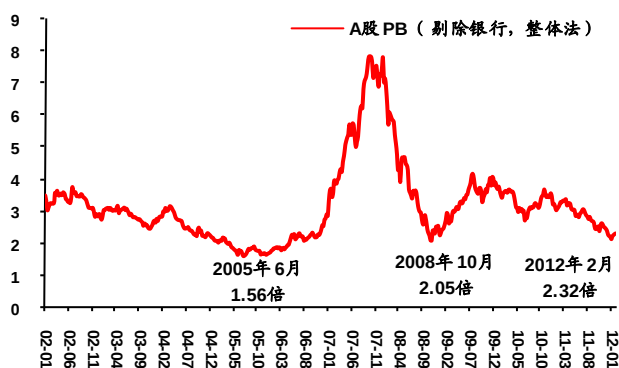
从整体的静态估值来看，剔除银行后的 A 股整体估值尽管有所反弹，但是仍然处于历史低水平，接近 2005 年和 2008 年的低点。但是中小市值估值仍然显著高于历史的低水平。

图 17、剔除银行后 A 股历史市盈率水平



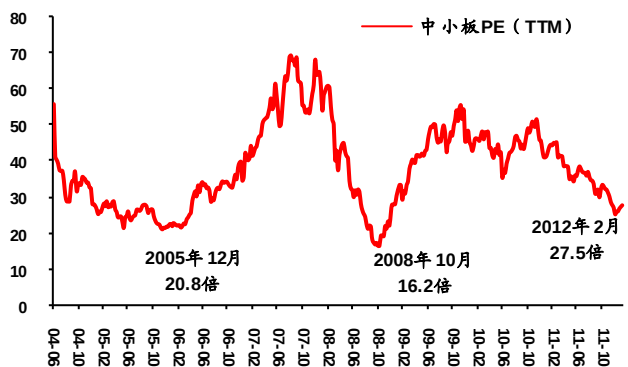
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18、剔除银行后 A 股历史市净率水平



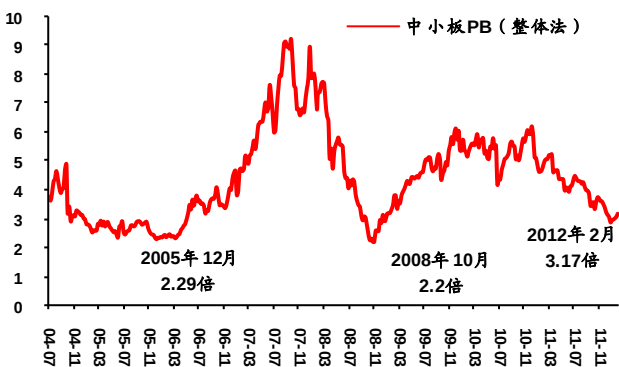
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 19、中小板历史市盈率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20、中小板历史市净率水平

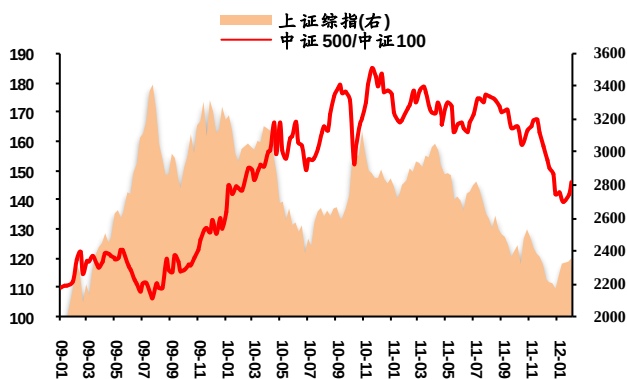


资料来源：WIND、国海证券研究所

市场风格持续收敛

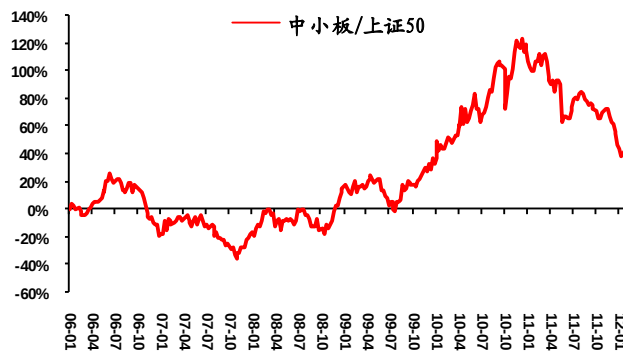
市场风格自 2010 年底的高点显著回落，市场风格的收敛源于低风险偏好下资金对低估值大盘蓝筹的青睐。即使近期随着中小市值股票的再度活跃，但是市场风格水平仍然高于历史平均水平，中小市值股票的成长溢价仍然存在。

图 21、证券市场风格 1



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22、证券市场风格 2



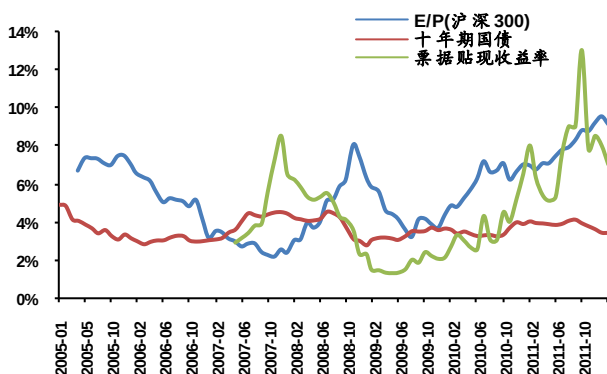
资料来源：WIND、国海证券研究所

产业资本净增持显著上升

沪深 300E/P 的水平仍然处于历史高位，相对于十年期国债收益率和票贴现利率的下行，股票相对于债券的吸引力在上升。

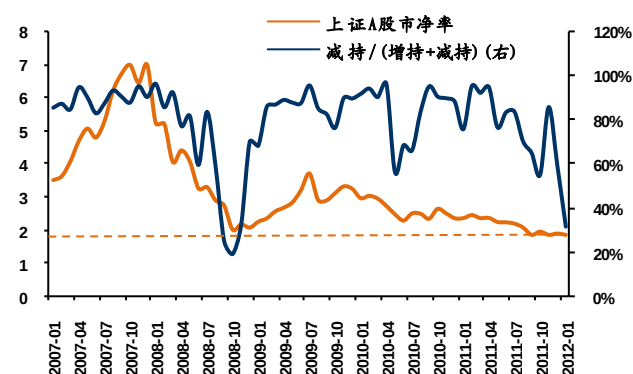
从产业资本的行为来看，产业资本二级市场增持的意愿强烈。上市公司股东减持的占比随着市场的走低显著提高，已经接近于历史的最低水平。

图 23、资产回报率水平对比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 24、二级市场大股东增减持行为



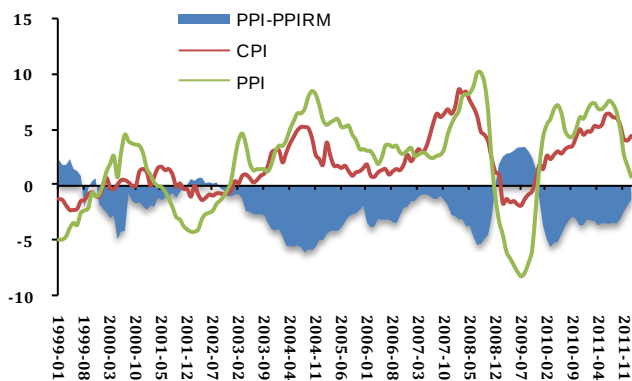
资料来源：WIND、国海证券研究所

3.2、企业盈利阶段性改善

工业企业盈利将迎来阶段性改善。PPI-PPIRM(当月同比增速)一定程度上反映工业企业的利润情况，约领先工业企业利润增速 6 个月左右。PPI-PPIRM 于 2011 年 10 月起现回升，预计工业企业利润增速于 2012 年二季度出现反弹。

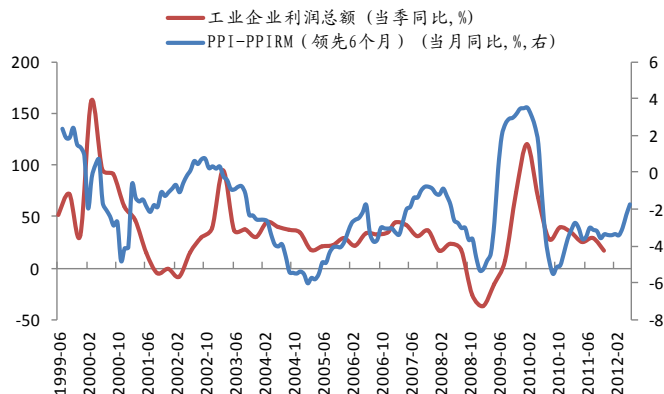
企业 ROE 下行的格局难以更改。工业企业盈利在二季度出现季节性波动概率在增加，但是如果考虑到需求放缓下工业企业“去杠杆”的大趋势，资产负债率的高位回落将会主导企业 ROE 的大趋势，因此企业 ROE 的下行格局难以更改。

图 25、PPI-PPIRM 趋势



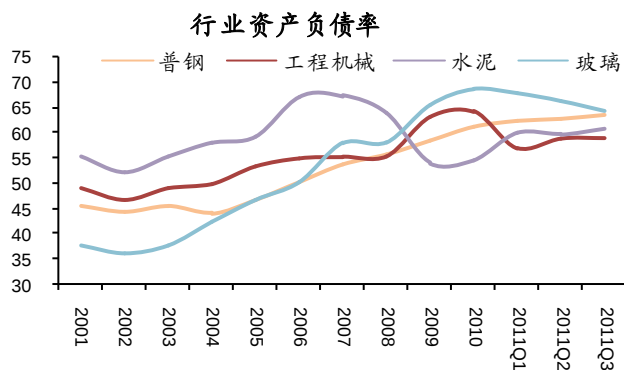
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 26、工业企业利润与价格水平差



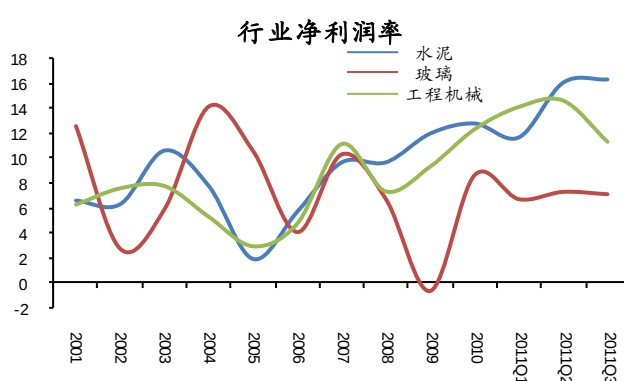
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 27、重点行业的资产负债率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 28、重点行业的净利润率



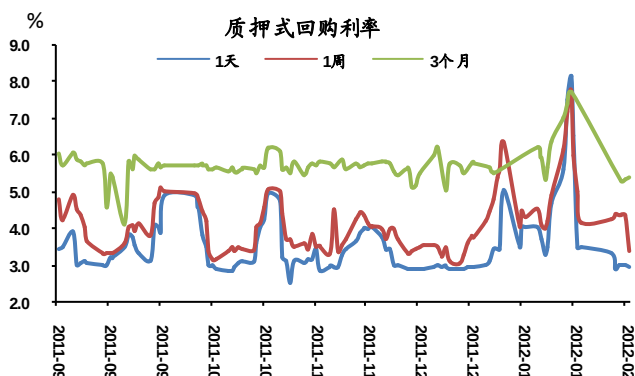
资料来源：WIND、国海证券研究所

3.3、流动性属于紧平衡，但是趋于好转

进入 2012 年之后，市场屡次降准的预期均告落空。央行仅仅通过逆回购操作和外汇市场干预显著缓解了短期的流动性压力。从目前的趋势来看，人民币升值预期已经显著转正，票据贴现利率已经降低，货币市场利率也回归低水平，短期经济整体流动性仍然处于微妙的紧平衡状态。

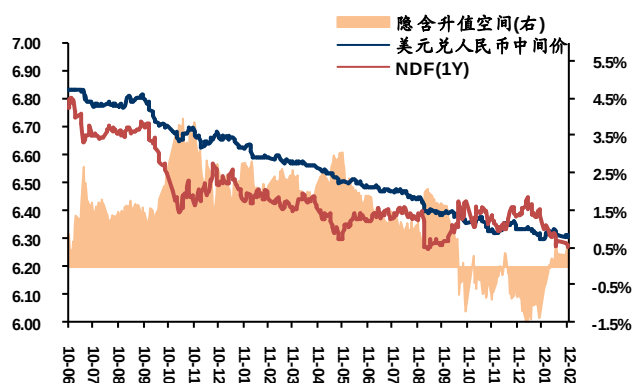
从中期来看，流动性整体还将延续好转的趋势，通胀位于高位而且下行幅度可能有限会制约央行的政策空，但是全球量化宽松的格局仍然存在，外汇占款由负转正并且格局延续仍然存在可能，考虑到 2 月份之后的存款回流，后续信贷投放超预期的可能性也在增加。

图 29、质押式回购利率水平



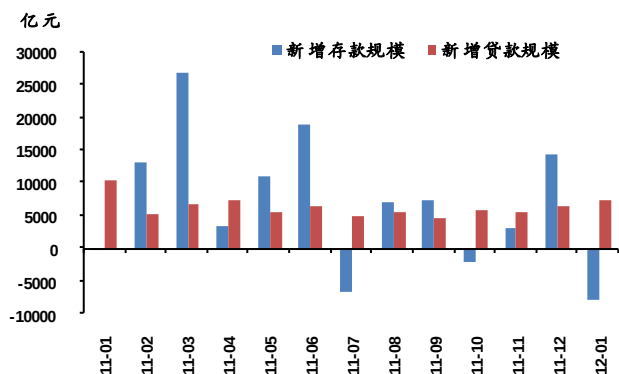
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 30、人民币隐含升值空间



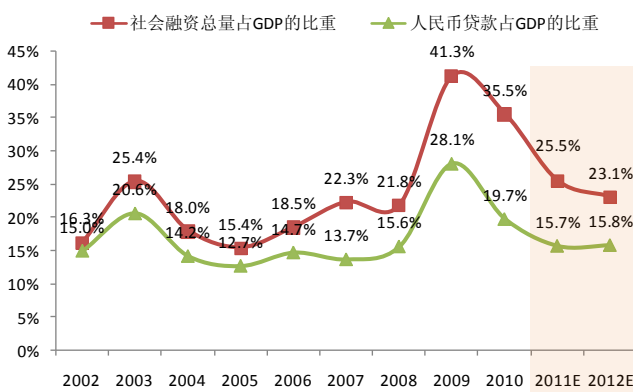
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 31、存款回流将改善存贷比压力



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 32、社会融资总量、贷款占 GDP 比重



资料来源：WIND、国海证券研究所

4、行业配置：从外及内，周期占优

从投资时钟的角度出发，早周期的投资品、下游可选消费品和金融股占优；从中观行业的微观指标跟踪来看，下游汽车行业存在投资机会；从出口产业链的观测来看，出口占比较高的家电、工程机械、TMT、纺织服装值得关注；从潜在的政策利好因素考虑，机械行业受政策推动影响较大。

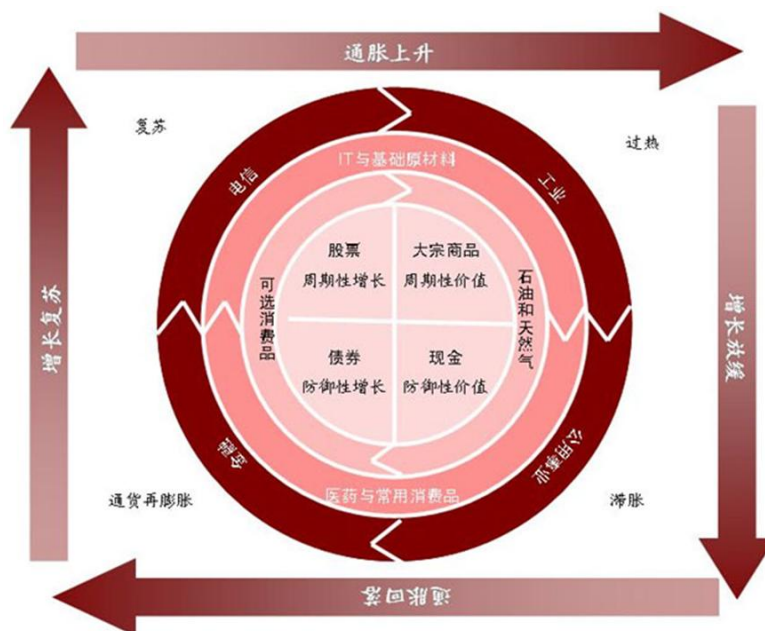
总的来说，我们推荐从出口好转到内需改善的早周期、下游可选消费品和金融行业，推荐家电、TMT、纺织服装、机械、汽车和金融行业。

4.1、投资时钟暗示周期性仍然占优

投资时钟对于大类资产配置的作用仍然明显，按照国海宏观经济小组的预测，通胀和经济增速的低点有望在二季度陆续见底。从经济周期来看，目前仍处于衰退期偏后的阶段。从大类资产配置的角度来看，投资机会的大趋势逐步从债券向股票转移。在此背景下，尽管经济复苏的时点尚存争议，但是投资者预期会率先关注在这以下的投资机会上，分别是早周期的投资品、下游可选消费品和金融。

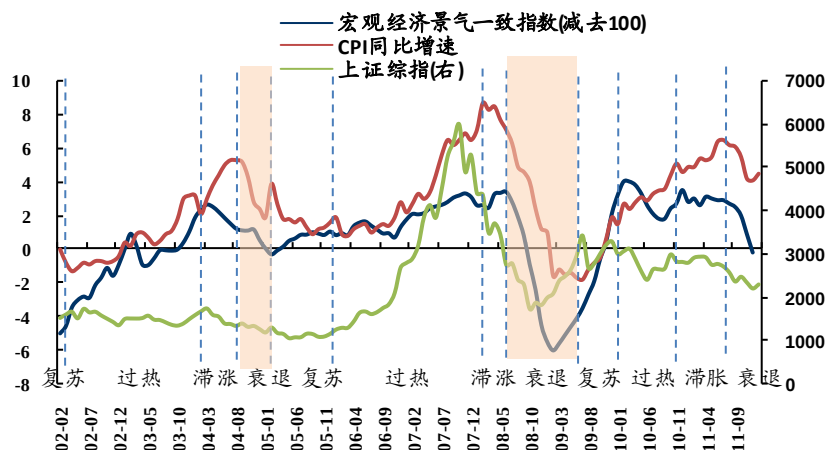
早周期投资品主要包括有色、煤炭等；下游可选消费品包括房地产、汽车、家电等；金融行业主要包括银行、保险等

图 33、美林投资时钟



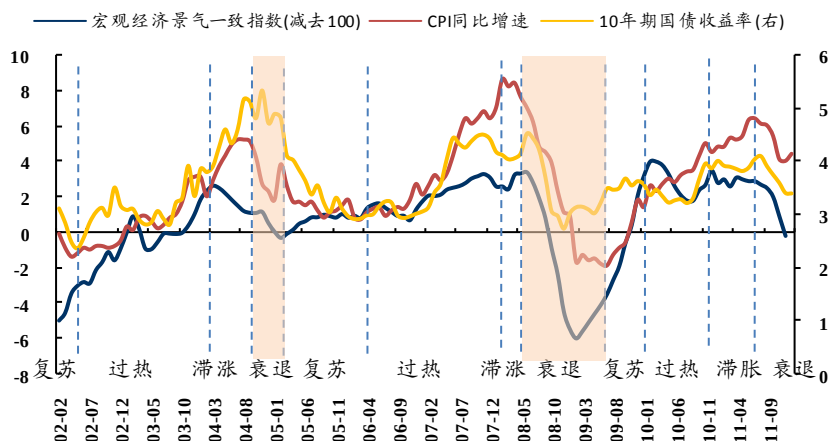
资料来源：国海证券研究所

图 34、经济景气、CPI 与股票市场表现



资料来源：国海证券研究所

图 35、经济景气、CPI 与债券市场表现



资料来源：国海证券研究所

4.2、行业数据跟踪：需求旺季开始被预期

按照申万的行业分类，我们将 23 个一级行业分成两大类，六小类。通过对于中观数据跟踪来印证行业的盈利预期。

图 36、申万行业的基本分类

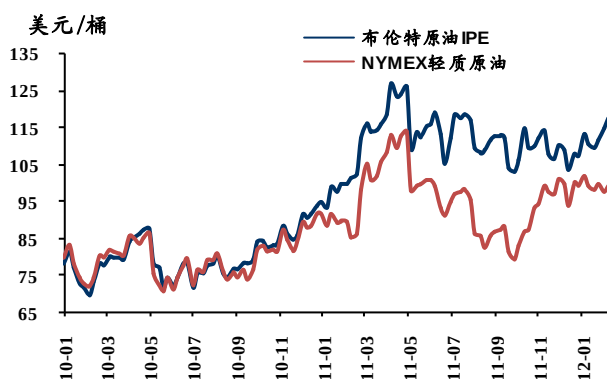
强周期行业			弱周期行业		
上游	中游	下游	必需消费	TMT	其它
采掘	电力	房地产	食品饮料	信息设备	餐饮旅游
有色金属	黑色金属	家用电器	商业贸易	信息服务	交通运输
石油	化工	交运设备	纺织服装	电子	综合
	机械设备		医药生物		
	轻工制造		农林牧渔		
	建筑建材				

资料来源：国海证券研究所

从对中观数据的跟踪来看，绝大部分强周期行业仍然处于低迷状态，以钢铁为首的季节性需求复苏已经开始被预期，汽车销售呈现出好转的可能，商业零售受通胀影响仍然保持稳定快速增长。

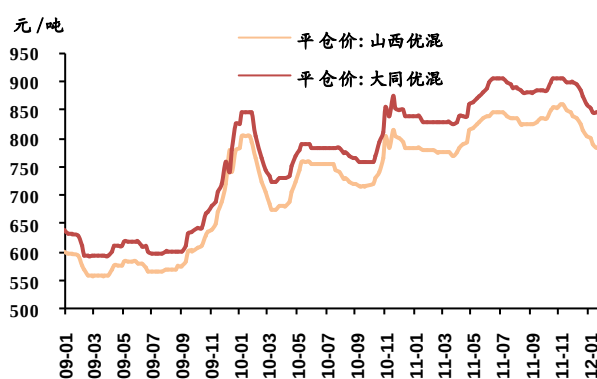
1、上游能源数据——原油价格仍有上行风险，煤炭价格维持低水平：伊朗局势对国际原油价格的影响仍然显著，布伦特原油继续走高；国内煤炭价格春节后小幅下降，坑口价不变，但是流通环节价格、终端港口平仓价均小幅下降，港口库存继续回升。

图 37、原油价格



资料来源：WIND、国海证券研究所

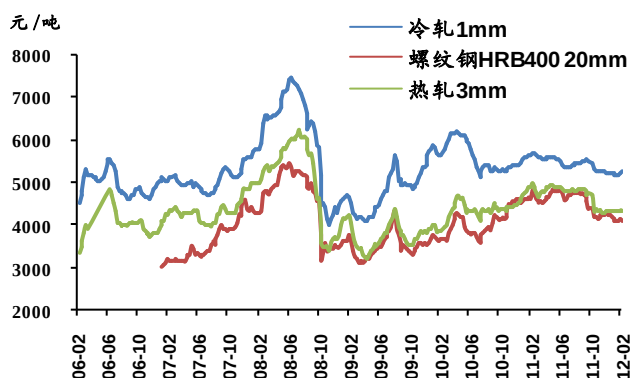
图 38、煤炭港口平仓价



资料来源：WIND、国海证券研究所

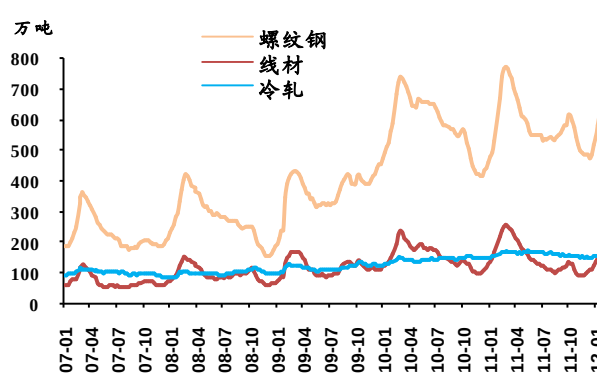
2、中游工业品数据。工业品需求预期存在，但是价格仍然低迷。钢材社会库存仍在持续增加，在此背景下，刚才价格有所反弹；由于投资开工期尚未到来，水泥和工程机械仍然处于低迷状态，水泥价格基本稳定，工程机械销售不容乐观。

图 39、上海钢材市场价格



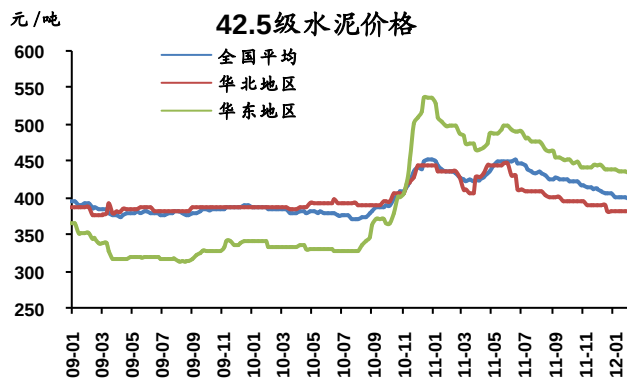
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 40、主要城市钢材库存



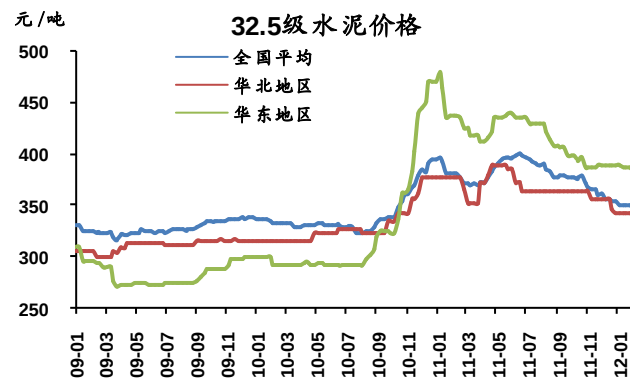
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 41、重点地区 42.5 级水泥价格



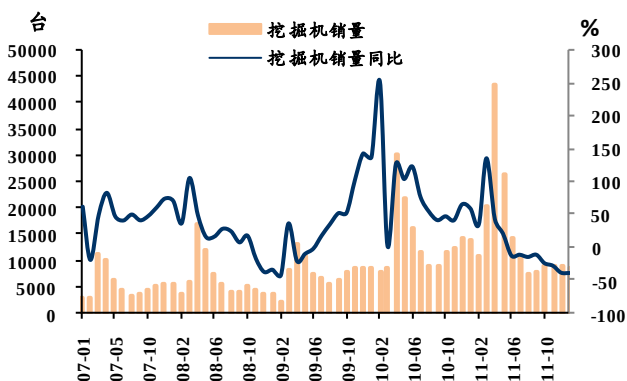
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 42、重点地区 32.5 级水泥价



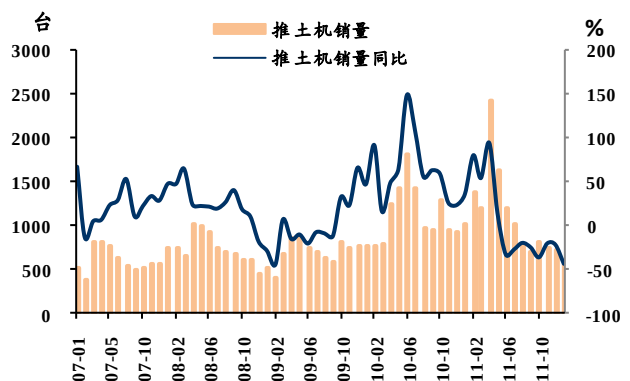
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 43、全国挖掘机销量及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

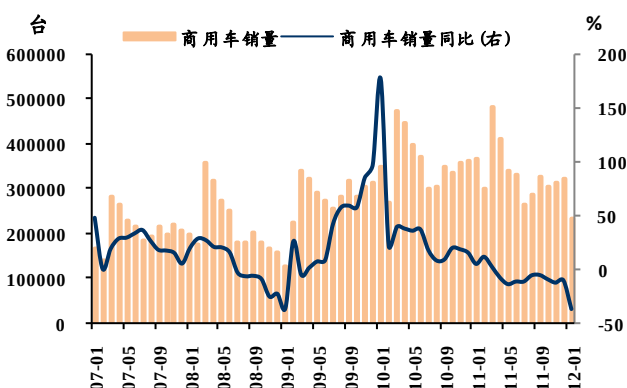
图 44、全国推土机销量及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

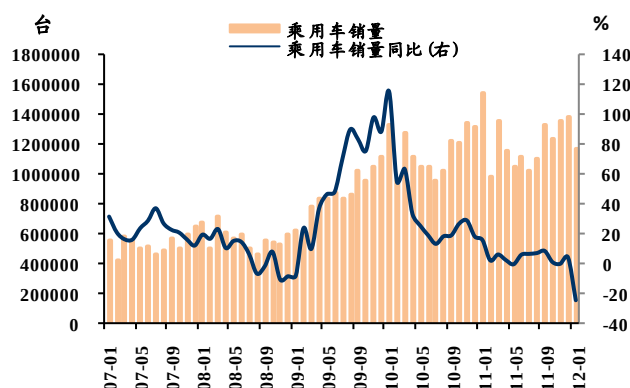
3、下游消费数据有好转迹象，但房地产仍然低迷。汽车销售趋于好转：由于春节因素影响，汽车销售同比下降 24%，但是如果与去年春节所在的 2 月份相比，仍然增长接近 20%。预计 2 月份汽车销售可能会好转；**房地产延续成交低迷：**春节节日因素影响之后，房地产成交有所恢复，但是总体仍然处于较低水平，与 2011 年相比仍然明显萎缩；**商业零售预计持续反弹：**1 月份通胀超预期，主要由于春节因素导致食品价格阶段性上涨超预期，考虑到商业零售收入与通胀的强相关性，预计 1 月份商业零售仍然维持高增长。

图 45、商用车销量及增速



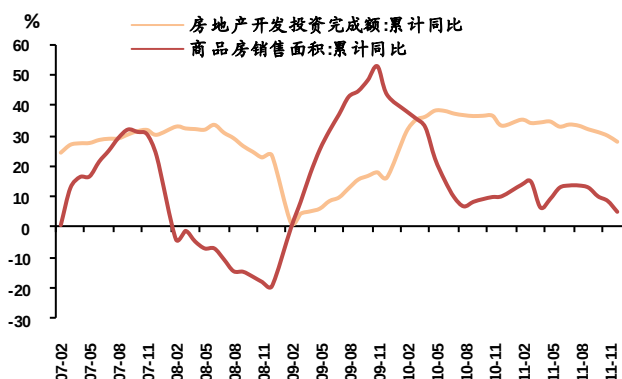
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 46、乘用车销量及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 47、房地产开发与销售累计同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 48、千家核心商业企业零售指数



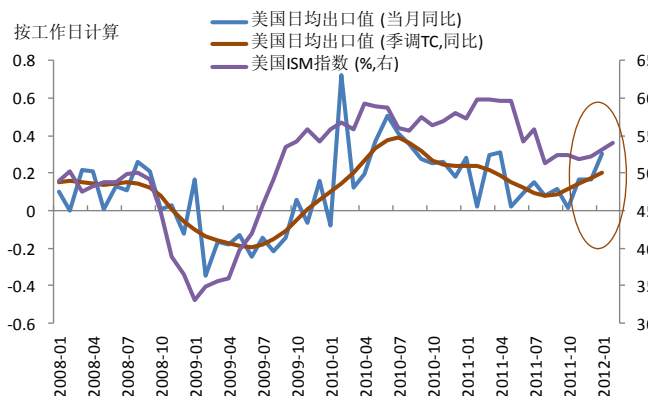
资料来源：WIND、国海证券研究所

4.3、出口产业链的好转预期

尽管中国出口同比增速仍处于趋势性放缓，但中国对美欧的日均出口已出现改善。1月份季调后的出口增速继续回落，但是经过工作日计算后，中国对美国 and 欧盟日均出口额季调后的同比增速自四季度已出现回升，其与美国和欧洲 PMI 回升、失业率回落相对应。在当前量化宽松持续以及欧债危机出现缓解的情况下，中国出口前景有望继续好转。

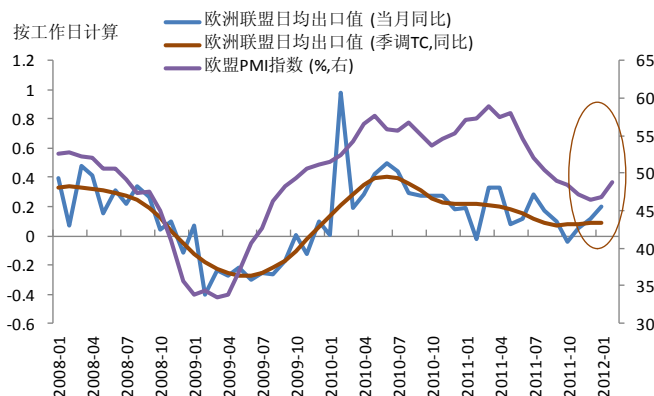
后续关注出口产业链相关行业的投资机会，具体包括出口占比较高的家电、工程机械、TMT、纺织服装。

图 49、对美国的日均出口增速已连续几月回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 50、对欧盟的日均出口增速已企稳



资料来源：WIND、国海证券研究所

【分析师承诺】

桑俊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。