

结构调整，震荡难免

——2009 年 12 月投资策略报告

投资要点：

从 12 月份的市场环境看，居民存款活期化、热钱流入、新基金密集发行等都为市场提供了相对充裕的资金环境。就政策面而言，12 月份需要重点关注中央经济工作会议的召开。我们认为政策基调仍将以稳定为前提，但结构调整以及预防通胀将成为重点关注的焦点。整体市场环境仍宽松的状态下容易忽视局部热点由于短期超买形成的调整风险，建议在操作中重点关注业绩超预期公司的挖掘，提醒注重投资标的的安全边际。同时小盘股相对大盘走强已经持续了一段时间，从估值安全性考虑，使得市场风格存在小盘转向大盘的可能。建议加大大盘股的相对配置比例，近期的操作重点在于密切关注大盘股的动向，毕竟行情的可持续性需要权重股的支撑。行业方面建议关注金融、零售、机床和煤炭。

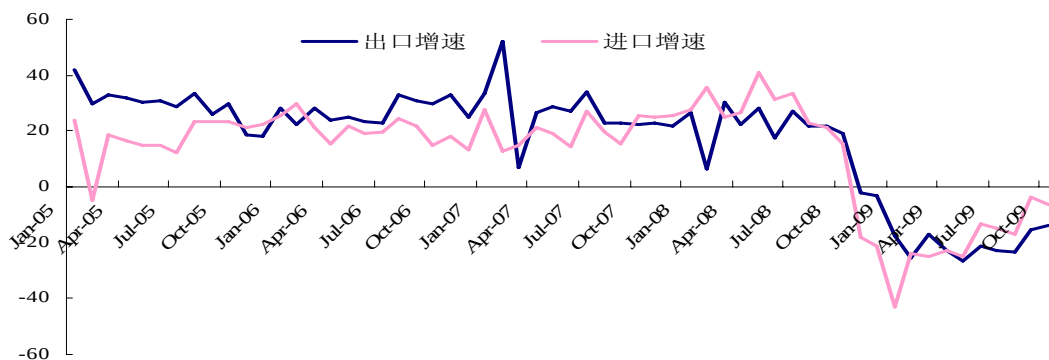
一、宏观经济：经济持续快速复苏，生产消费增长强劲

前三季度以来 GDP 增速不断提升，11 月份公布的数据显示宏观经济仍处于持续快速复苏的通道之中。作为拉动经济主要力量的投资虽然增速暂时回落，但固定资产投资驱动的增长模式仍将延续；外需逐步恢复下出口复苏趋势依然稳固；工业生产、消费增长好于预期。出口和消费对经济复苏的作用在逐步加强，宏观经济增长将更加平衡。

1、出口复苏趋势不变

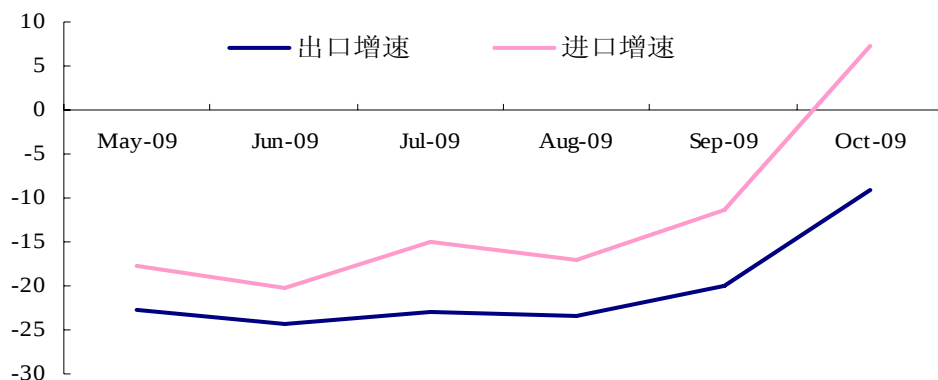
10 月份我国外贸进出口总值同比下降 10.7%，但经季节调整后，10 月份进出口总值同比下降 2.6%，其中出口同比下降了 9.1%，较 9 月份的降幅缩小了 11 个百分点；而进口则同比增长 7.3%，为今年 5 月份海关总署公布季调同比数据以来首次转正。这些数据显示经济复苏正积极带动进口需求的恢复，出口复苏趋势依然稳固。从出口产品来看，机械设备类出口降幅继续收窄，而纺织服装、家具、鞋具等出口则有所恶化，说明出口结构的升级使得机电产品的出口复苏将更明显。

图 1 我国月度进出口情况(%)



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 2 经季节调整后的进出口增速(%)

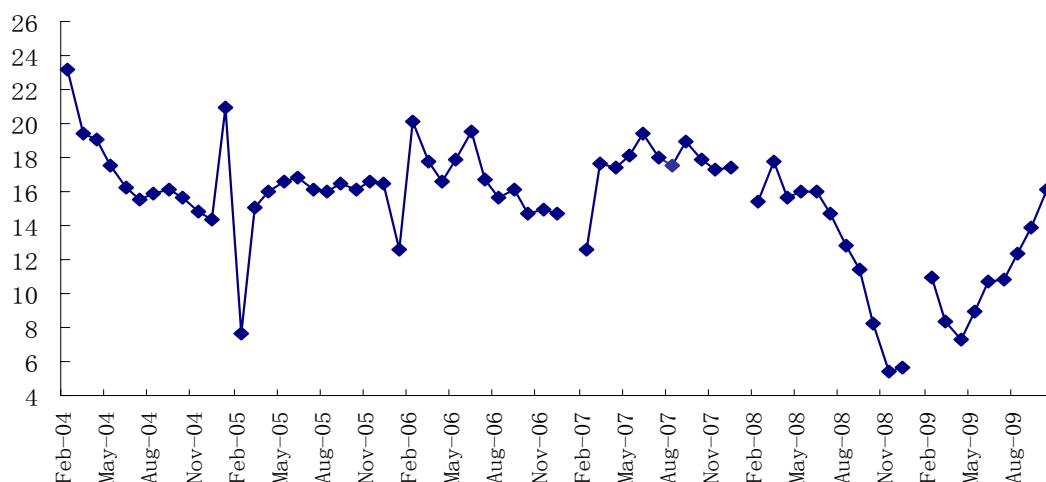


数据来源：WIND，华泰证券研究所

2、工业生产和消费增长强劲，投资增速有所回落

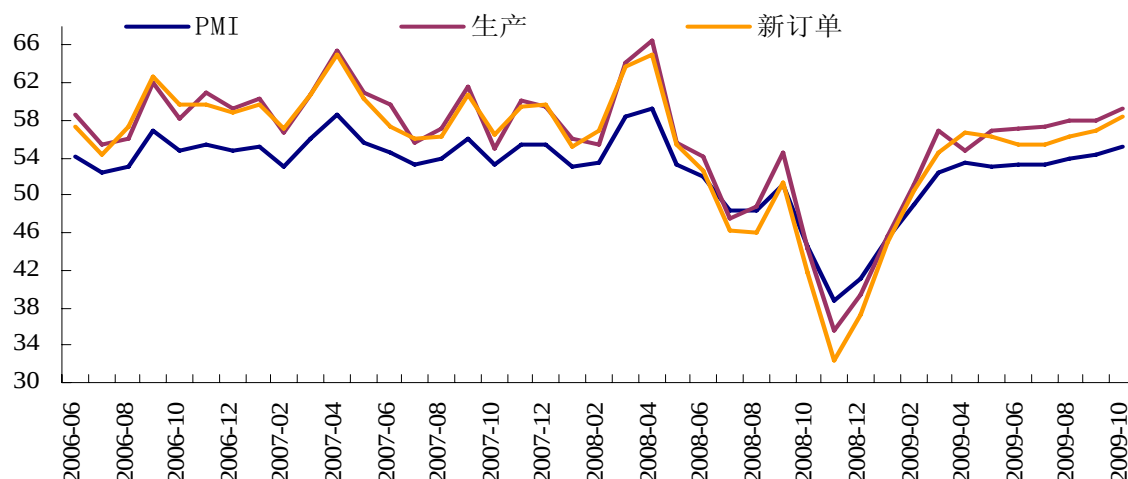
10 月份规模以上工业增加值增速攀升至 16.1%，继续强劲反弹，数据好于市场预期。采购经理人指数（PMI）也一反季节性，10 月份反弹至 55.2，创下今年以来的新高；作为先行指标的生产和新订单指数也同样呈反弹趋势。说明总体的经济活动复苏已比较强劲，而产成品库存指数大幅降低至历史最低点，则预示企业扩大生产意愿较强，预计未来两月工业生产的强势将得到保持。

图 3 工业增加值强劲反弹



数据来源：WIND，华泰证券研究所

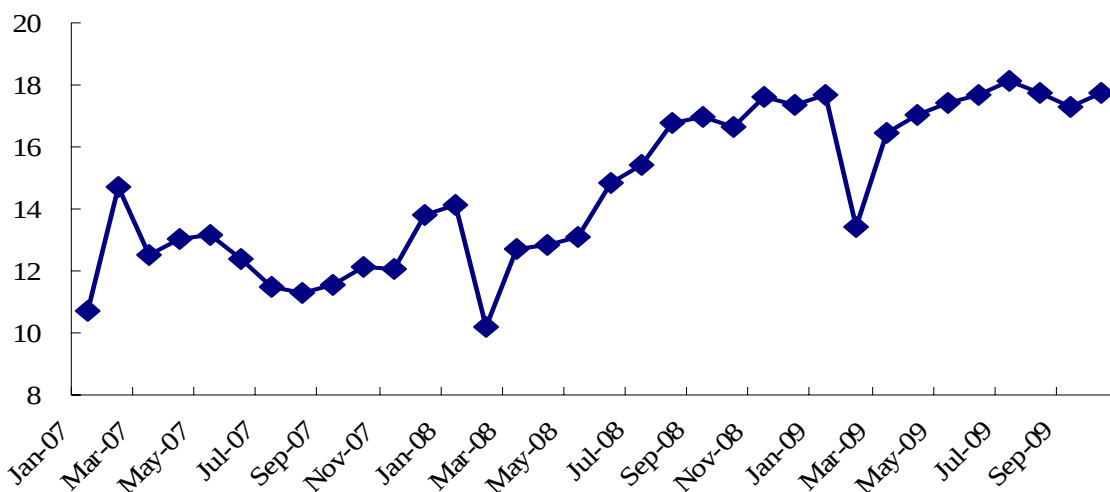
图 4 PMI 指数继续反弹



数据来源：WIND，华泰证券研究所

受到黄金周假期因素影响，10 月份社会消费品零售总额增速继续攀升，为 16.2%，扣除价格因素，实际增长 17.7%，消费增长明显好于市场预期。1-10 月消费累计同比增长 15.3%，比 1-9 月加快了 0.2 个百分点。分行业看，汽车类增幅虽有所回落，但仍处高位；家具类零售额依然增长较快；而受房地产销售影响明显的建筑及装潢材料类也保持在 3 月份以来的较高水平。政府前期推出汽车、家电以旧换新等政策效应已逐步显现，消费结构升级带动了汽车、房地产等消费的快速增长，未来消费增长将成为促进经济增长的一大亮点。

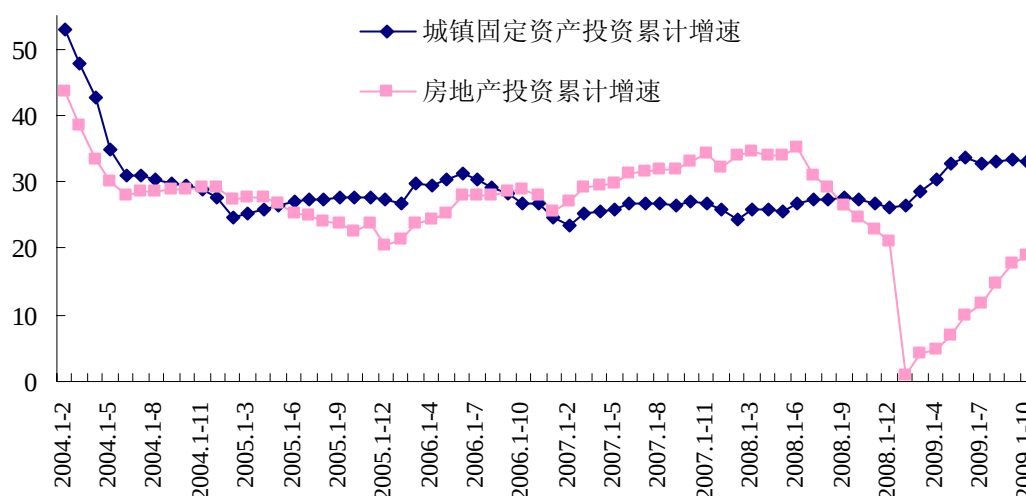
图 5 我国社会消费品零售总额月度增速情况（实际增速）



数据来源：WIND，华泰证券研究所

1-10 月城镇固定资产投资 150710 亿元，同比增长 33.1%，较 1-9 月回落了 0.2 个百分点。其中 10 月份单月同比增长 31.6%，较上个月下降了 3.5 个百分点。目前处于中央投资的相对真空期，以政府为主导的基建投资有所放缓，如铁路投资增长 82.5%，较上个月回落了 5 个百分点。而房地产开发投资增长则继续加速，1-10 月房地产开发投资累计同比增长 18.9%，较 1-9 月的 17.7% 加快了 1.2 个百分点。作为领先指标的新开工面积 1-10 月同比增长 3.3%，今年以来首次为正增长，说明随着上半年房地产市场的加速回升，地产商的预期发生改变，投资新项目的意愿增强。

图 6 房地产开发投资加速

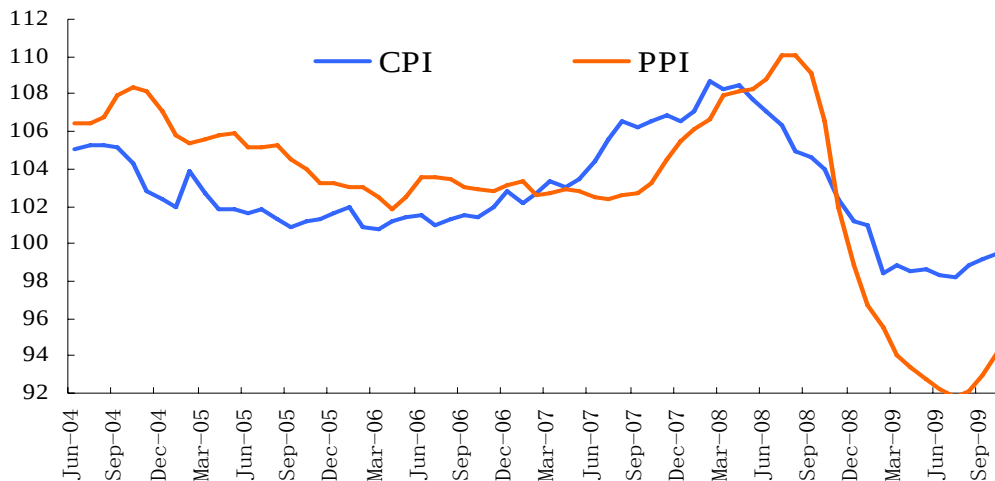


数据来源：WIND，华泰证券研究所

3、CPI、PPI 降幅继续收窄

10 月份我国居民消费价格（CPI）同比下降 0.5%，工业品出厂价格（PPI）同比下降 5.8%，两者同比降幅继续缩窄。其中翘尾因素负拉动的减弱是 10 月份 CPI 降幅收窄的主要原因，而通过季度调整后，10 月 CPI 环比上涨 0.2%，通胀日益显著，我们认为 11 月份 CPI 同比转正已无悬念。

图 7 CPI、PPI 降幅继续缩窄



数据来源：WIND，华泰证券研究所

4、稳定基调不改，政策保持连续性

年底政策面焦点主要是中央经济工作会议，明年一系列政策的实施都将围绕此次会议的定调展开。10 月份的国务院常务会议已明确指出：要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点。因此，我们认为即将召开的中央经济工作会议的主基调将是巩固目前经济复苏的良好势头，延续“扩大内需”的主线；强调转变增长方式和调整经济结构；并保持政策连续性。另外，从相关政策方向看，我们认前期一系列行业优惠政策有望得到延续，比如汽车行业,商务部等有关部门正在研究调高汽车“以旧换新”的额度，并进一步扩大购置税减免范围。

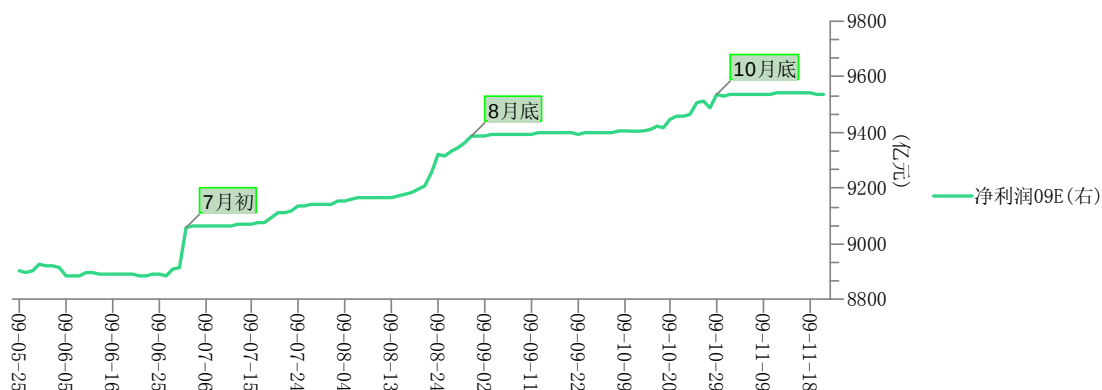
二、市场环境：投资热情旺盛，局部估值高耸

1、业绩增长确定

从财政部公布数据来看，今年 1 至 10 月，国有企业累计实现营业收入同比增长 0.5%，这是今年以来营业收入首次出现正增长。而随着国内经济的逐步回暖，国企的经营状况不断改善。国企利润从 1-2 月份同比剧降 45.7%，到 1-10 月份的同比下降 10.6%，降幅已经缩窄 35.1 个百分点，并且近几个月降幅缩窄速度加快，显示基本面继续向好，经济复苏势头不减。

从上市公司情况看，我们在 09 年四季度投资策略报告中曾经对 09 年整体上市公司业绩增长做过预测，认为金融，石化板块的确定性增长奠定了整体上市公司业绩增长的主基调。从 12 月份的市场环境来看，处于岁末年终，年报尚未公布，基本面继续向好，对业绩增长的预期更趋乐观。从 WIND 提供的一致预测来看，最新提供整体上市公司 09 年净利润增长幅度为 30%，较 1 个月前的 28%略有提升。从沪深 300 一致预测趋势图看，近 6 个月来有三次大幅调高盈利预测，整体的预期仍处于进一步向好趋势中。

图 8 沪深 300 一致预测趋势图



数据来源：WIND，华泰证券研究所

数据来源：Wind 资讯

表 1 各行业 09 年净利润预测增长率%

板块名称	09 年净利润预测增长率%
全部 A 股	29.98
农、林、牧、渔业	54.00
采掘业	14.30
制造业	62.79
建筑业	108.26
交通运输、仓储业	49.09
批发和零售贸易	20.74
金融、保险业	21.76
房地产业	36.56
社会服务业	53.55
传播与文化产业	33.19
综合类	154.15
大盘蓝筹	22.36
小盘绩优	14.09

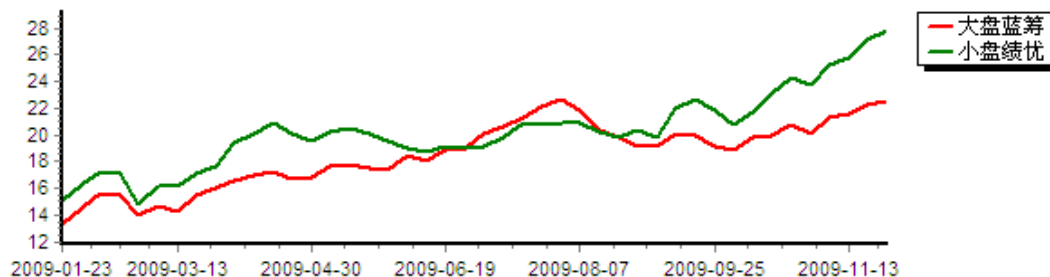
数据来源：WIND，华泰证券研究所

2、局部估值高耸

目前 A 股市场整体静态市盈率为 34.7 倍，09 年动态市盈率为 25.19 倍，市净率 3.63 倍。较历史均值略高，仍处于相对合理的区间，但安全边际已经大大减小。显然估值的进一步提升需要业绩增长来提供更高的安全保障。从分行业看，金融服务和化工两个行业估值水平较低；采掘和房地产等行业估值水平中等；纺织服装、轻工制造、交运设备、黑色金属和电子元器件等 5 个行业估值水平较高；有色金属行业处于高估水平。

从市场估值结构看，市场估值分化比较明显，部分公司估值水平较高。从风格板块的估值水平看，大盘蓝筹的 08 年静态市盈率是 26.12 倍，09 年预测市盈率水平是 21.38 倍，09 年的预测净利润增长率是 22.36%。而小盘绩优的 08 年静态市盈率是 71.26 倍，09 年预测市盈率水平是 51.97 倍。而小盘绩优板块的 09 年净利润预测增长率 14.09%。从市场表现看，小盘绩优已经大幅跑赢大盘蓝筹股。从估值安全性角度考虑，大盘股的配置应有所提升。

图 9 大盘蓝筹与小盘绩优板块的市场表现比较

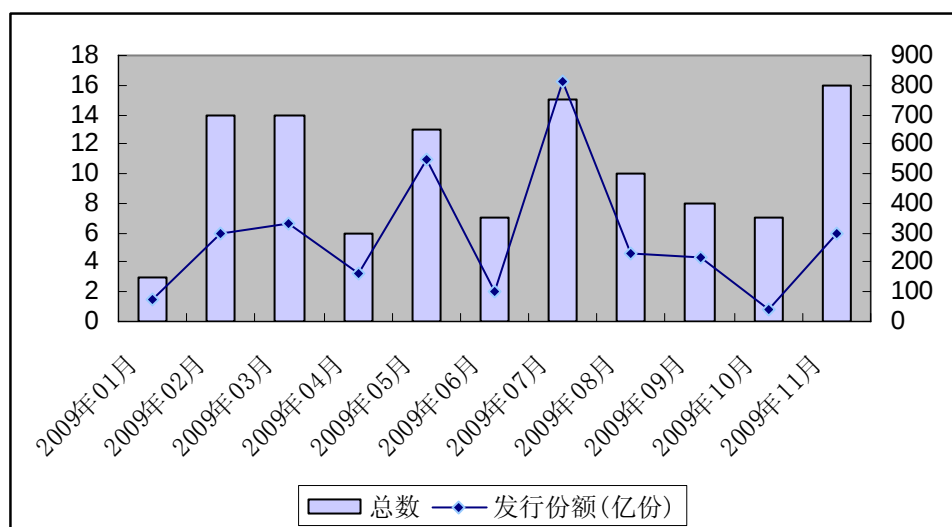


数据来源: WIND, 华泰证券研究所

3、投资热情不减

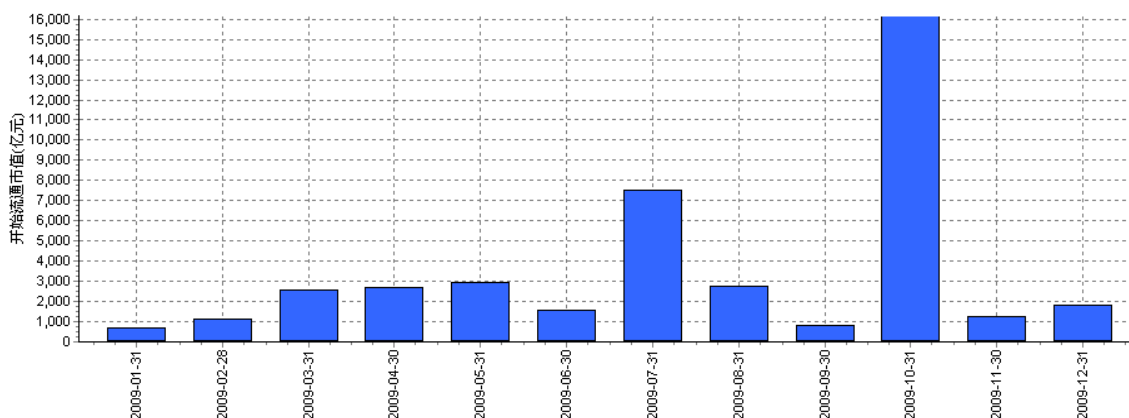
从 10 月份金融数据看, 新增外汇贷款-存款为 160 亿美元, 保持高位; 新增有价证券及投资 1577 亿元, 比 9 月略有增长; 储蓄搬家的情况显著, 新增居民定期存款为-1729 亿元, 7 月是-1366 亿元。新基金发行在年末也加快了进度。截至 11 月 23 日, 市场上新发基金达到 16 只, 其中 15 只为偏股型基金。整体来看, 机构资金、储蓄资金、热钱等外围资金对 A 股仍保持了旺盛的投资热情。而从资金需求来看, 新股发行有序进行, 12 月份的限售股解禁量不大, 都给整个市场的运行营造了相对宽松的资金环境。

图 10 09 年基金发行统计



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

图 11 限售股解禁数量 (月度分布)



数据来源: Wind资讯

数据来源：WIND，华泰证券研究所

三、投资策略：安全边际需重视，超预期增长值得挖掘

1、市场趋势判断

从 12 月份的市场环境看，居民户存款活期化、热钱流入、新基金密集发行等都为市场提供了相对充裕的资金环境。就政策面而言，12 月份需要重点关注中央经济工作会议的召开。我们认为政策基调仍将以稳定为前提，但结构调整以及预防通胀将成为重点关注的焦点。整体市场环境仍宽松，建议在操作中重点关注重组概念，业绩超预期公司的挖掘。同时小盘股相对大盘走强已经持续了一段时间，从估值安全性考虑，使得市场风格存在小盘转向大盘的可能。建议近期的操作重点在对小盘股不放弃的同时，密切关注大盘股的动向，毕竟行情的可持续性需要权重股的支撑。

2、投资策略

（1）零售

在我国面临经济结构调整的背景下，在国家“十二五”振兴规划中提出的八大重点中，扩大内需和低碳经济是未来经济调整的主要方向。根据消费特性，预计未来国家促进消费的政策将从个别商品品类或单个子行业开始，家电连锁行业或将持续受益。结合近期的社会消费品零售总额商品别增长情况以及 CPI 变化趋势，我们认为家电连锁企业和超市企业 2009 年 4Q、2010 年 1Q、2010 年 2Q 的业绩同比增速将会明显加快，专业连锁子行业投资价值显现，重点关注武汉中百、苏宁电器以及鄂武商等。

（2）银行

09 年下半年在保持规模继续增长、资产质量基本稳定的情况下，商业银行的净利差和净息差能否企稳回升将成为影响全年业绩的关键。目前商业银行的净利差和净息差初显企稳态势，而通胀预期将使商业银行净利差和净息差进一步修复，未来商业银行的净利差和净息差有望触底企稳。未来商业银行基本面向好，有望恢复良性增长，同时受益于通胀预期。目前商业银行估值合理，从长期看估值依然有进一步提升的空间，建议重点关注资质优良、具有较高成长性的银行股，如浦发银行、兴业银行、招商银行和北京银行等；短期也可适当关注估值在同业中略低的银行股，如民生银行和华夏银行。

（3）机床行业

09 年以来我国汽车行业，工程机械行业等机床下游需求主要客户产销量逐步创出新高，预计机床下游企业消化完富余产能后将迎来新一轮资本开支高潮。同时经过金融危机洗礼制造企业将更加注重成本控制，提高劳动生产率，随着经济复苏，企业将会进行相关技术设备改造提升竞争力，这也将加速我国机床行业需求增长，我们认为机床行业拐点已近，即将进入新的快速发展期。相关企业盈利能力将大幅提升。重点可以关注昆明机床和秦川发展。

（4）煤炭

从历史上看四季度至次年的一季度是煤炭投资较好时间段，在通胀预期的背景和需求旺盛推动下，煤炭板块仍是市场关注的热点，目前估值处于历史均值上之，对于厌恶风险者可选择明年业绩确定性性强及低估值品种，我们建议选择动力煤类公司：大同煤业、中国神华；喜欢做波段的投资者可以选择西山煤电、潞安环能、神火股份、国阳新能。

表2 华泰证券研究所行业评级

子行业	行业评价	子行业	行业评价
汽车制造	看好	电气设备	看好
建筑产品	中性	石化	中性
化纤	谨慎看好	化肥与农用药剂	谨慎看好
汽车零配件	谨慎看好	酒店餐馆与休闲	谨慎看好
电脑与外围设备	中性	港口	中性
建筑材料	看好	海运	中性
钢铁	中性	机场服务	中性
消费电子产品	中性	水公用事业	中性
房地产	谨慎看好	煤炭	谨慎看好
通讯设备	谨慎看好	石油与天然气	中性
软件与服务	谨慎看好	高速公路及路桥	中性
有色金属	中性	航空	中性
农产品	中性	纸制品	谨慎看好
银行	看好	媒体	谨慎看好
各样化学制品	谨慎看好	建筑, 农业机械与重型卡车	看好
纺织	谨慎看好	家用电器	看好
电力公用事业	谨慎看好	服装与饰品	谨慎看好
建筑与工程	谨慎看好	陆运	中性
零售业	看好	医药	中性
信息科技咨询与其它服务	谨慎看好	酒精饮料	谨慎看好

资料来源：华泰证券研究所

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。