

悲观预期正在得以修正——基于全球经济不同步性的A股投资策略

之前市场有可能误判通胀形势和此前货币政策调整对经济趋势的影响,从而需要等待新的数据来修正此前过度恐慌的预期。一旦未来数据显示通胀仍然保持温和、出口维持复苏态势,那么市场无论是对通胀压力还是对经济二次探底的担忧都会大幅减小,市场也将出现阶段性底部。

春节前最后一周公布了中国1月份的出口、通胀和货币信贷等数据,数据显示出口的将继续复苏,通胀压力温和。随着数据公布,过度悲观的预期已然开始修正,市场也如期反弹。

我们之所以认为市场此前高估了通胀压力和政策紧缩对经济趋势的影响,并判断数据公布将证明市场是过度悲观的并会修正预期,原因在于我们认为全球经济的不同步性决定了中国经济趋势不会因为调控而改变,通胀也将温和而不是快速回升。

招商证券研究所 陈文昭

一、国际经济复苏的不同步性决定中国经济复苏因素交替,而通胀不会快速攀升

逻辑的根源应该从国际经济的不同步说起,此次经济复苏过程中国内外经济复苏并不同步,典型代表是作为世界制造中心的美国领先于作为世界消费中心的美国复苏。而美国复苏的滞后性决定了中国经济复苏的拉动力和节奏的转换,也决定了美元从而大宗商品及通胀预期的波动节奏。

更直白的说,2009年前三季度中国经济复苏的边际因素主要是靠固定资产投资拉动的内需,而2009年四季度开始,国内经济复苏的边际拉动力主要来自外需。原因正是由于美国经济复苏滞后,从而中国出口复苏滞后,这也正是我们在2009年多次强调的中国经济复苏的四个环节:去库存——财政刺激——地产汽车先行行业——出口。而之所以得出中国的出口将于2009年底之后复苏的原因正是在于对美国经济复苏节奏的判断:去库存——财政刺激——产出和就业复苏——消费和私人投资复苏。

从节奏上判断,美国经济复苏目前正处于第三环节,即补库存带动的产出和就业复苏;而中国则正处于经济复苏的第四环节,即出口复苏。有人担心美国补库存带动的产出和出口是否具有可持续性,事实上我们认为经济复苏过程是个动态的连环过程,补库存过程就是企业增加产出、增加就业的过程,而这已为下一阶段的经济复苏即居民收入增长和消费支出增长奠定了基础。

从数据上看,1月份美国失业率从上月的10%下降至9.7%,为近三个月来首次低于10%。从1月份分行业的就业状况看,尽管建筑业的就业人数仍在下降,但制造业新增就业岗位1.1万个,三年来首次出现增长,也是2006年4月以来增幅最大的一个月;服务业就业人数1月份增加4.8万,其中零售业新增4.2万,增幅为2007年11月以来最高。失业率下降说明美国经济正在走出危机阴影并有可能打开经济复苏的正向循环过程。

另一方面不得不提的是通胀问题,事实上这也和全球经济的复苏节奏有密切关系。正是由于美国经济复苏滞后,所以在进入2010年之后随着美国经济复苏迹象的显性化,美元开始出现反弹。美元反弹和大宗商品价格由流动性推动向基本面推动的转换决定了大宗商品价格不大可能像2009年那样大幅快速反弹,从而通胀快速上升压力也将随之化解。根据我们对美元趋势的理解,当前正处于第四个阶段(见图一)。

二、政策退出不会改变国内经济复苏趋势

搞清楚了上述逻辑,那么对于近期政策退出和货币政策紧缩对经济的影响也便容易分析了。

显然,当前经济的恢复处于增长因素交替阶段,即由固定资产投资刺激经济复苏向出口回升拉动经济增长的转变。从这个特征看,2009年和2010年分别类似于1998年和1999年,1998年投资加速回升、出口加速下滑,政府通过刺激投资来抑制经济衰退,1999年固定资产投资增速持续回落但出口增速持续回升。从股市表现看,在经济增长因素交替过程中,即固定资产投资增速见顶到出口明确回升之前(1998年中期至1999年一季度底之间),市场表现非常类似于2009年8月份至今的情况,即

出现见顶回调、而后区间震荡过程。同时,1999年一季度底之后,随着出口复苏的明确,市场触底回升。

也有人认为当前的经济周期状态非常类似于2002-2004年的情况,从经济周期位置看,我们也认同这样的判断。但从经济复苏过程中的国内外经济的不同步性和国内经济增长因素的交替特征看,当前的经济复苏和2002-2004年有明显不同。从2002年经济复苏的数据看,出口和国内固定资产投资基本同步复苏,而且在2004年国内宏观经济过热和调控的同期,外需也出现同步调整,这说明当时国内外经济具有明显的同步性。而当下的情况有所不同,更类似于1999年的情况。根据我们对美国经济的分析,美国经济复苏刚刚进入“去库存——生产加速——产出和就业增加——消费和资本支出恢复”的第二阶段,中国的出口复苏明显滞后于固定资产投资复苏,存在增长因素的交替过程。我们认为,这种全球经济复苏的不同步导致的因素交替注定了全球经济复苏环节仍然没有走完。而且从国内经济环境看,宏观调控对经济和股市的影响不可能像2004年。

三、二次去库存的真伪和影响

我们想谈的第三个问题是二次去库存。自从2008年经济衰退过程中去库存因素大幅增加了经济衰退的程度之后,市场格外重视库存周期对经济的影响,始终有人担心再次去库存会对经济趋势产生影响。根据我们对经济周期的长期研究,关于库存周期我们想开宗明义的指出市场上目前存在的一些误解。

首先,库存波动会增加经济波动的幅度但不会改变经济趋势。事实上库存是经济趋势变化的结果而不是原因,当

需求回升或者价格预期要回升时,企业变化增加库存;反之会减少库存。库存增减会通过增加或减少需求加大原有经济趋势的波动幅度。

其次,经济上升期和经济下降期都有去库存现象。经济下降过程中,需求下降,产出以更快的速度下降。企业通过抛售库存来满足需求并释放对经济不看好的信号,物价回落;经济上升期,需求回升速度若超过了企业产出速度,那么库存下降,物价回升。因此,我们认为应先根据经济趋势来判断库存周期的变化,而根据库存周期变化来推断经济趋势的逻辑是本来倒置的,也必将是错误的。

四、美股已进入典型的震荡牛市

历史经验显示:经济复苏确认之后至加息周期初期通常为慢牛或者是震荡牛市。而根据我们对美国经济复苏过程的把握,我们为当前的美股就是典型的震荡牛市过程。

我们统计了二十世纪七十年代之后美国几次利率周期所对应的股市表现。从历史情况看,在降息末期至加息之前或加息初期,股市往往已经完成经济复苏阶段幅度最大的反弹;随着加息预期或者初次加息的展开,市场通常进入盘整期或者“慢牛”阶段。由于经济增长仍然处于向上趋势之中,因此市场风险并不大,美股的波动通常在10%以内,盘整期或者“慢牛”阶段的时间可能在半年到一年之间,随着加息周期的逐步展开,而经济扩张被证实时,市场通常进入新的加速上升阶段。

五、继续推荐航空和必需消费品,建议买入钢铁、煤炭和银行

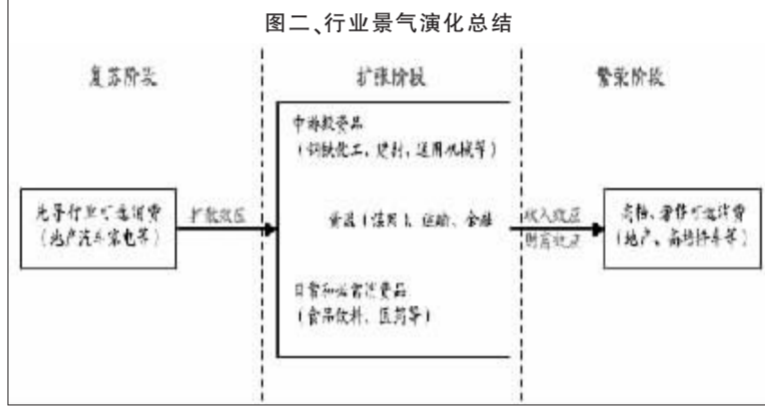
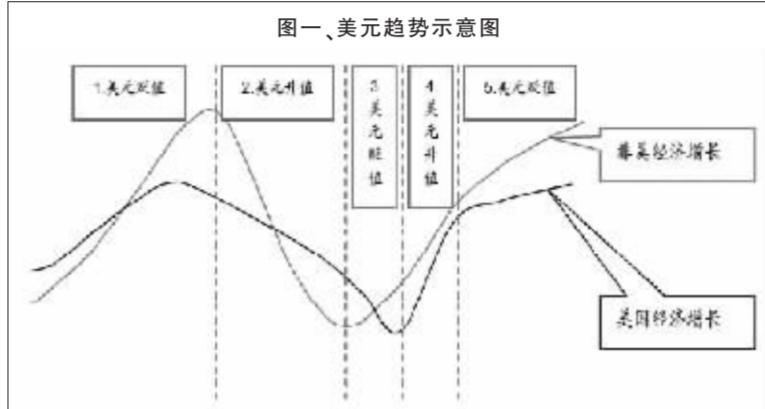
总之,正是基于全球经济复苏不同步性以及中外经济复苏节奏的把握,我

们认为中国经济既不会二次探底也不会快速出现恶性通胀,此前市场高估了通胀压力和货币政策紧缩对经济趋势的影响。随着数据公布,过度悲观预期已然开始得到修正。

对于行业配置,随着经济复苏过程逐步向扩张过程转变,行业景气也必将向必需消费品行业和后期行业转换,因此我们推荐必需消费品,如食品饮料、

医药以及后周期行业,如航空、煤炭、钢铁、金融等。

鉴于政策退出和货币政策调整对市场产生的预期改变,在2010年初必需消费品、航空运输等行业表现较好,而钢铁煤炭等后期行业表现不佳。但是我们认为随着出口复苏对经济趋势悲观预期的修正、节后投资项目开工等季节性因素作用的发挥,钢铁煤炭等后期行业投资品的景气趋势回升仍是大势所趋。因此,我们总体上认为,行业配置仍然要重视后期行业,其中的必需消费品(医药、食品饮料等)和航空运输等仍值得坚持持有;而后周期的投资品行业,如钢铁、煤炭以及银行等也将随着经济数据对预期的修正、季节性因素、估值已具备投资价值等因素而值得增加配置;主题投资继续推荐与世博会相关的旅游等(见图二)。



调结构背景下的投资思路

海通证券研究所 陈端明

一、“调结构”思路看市场

春节前,国内宽松货币政策的淡出、外盘疲弱是A股市场调整的两个主要因素。春节期间,这两个因素继续有新进展:央行再次上调存款准备金率,美联储在次贷危机后首次调高对银行的贴现利率。外盘对联储的行动反应不一,欧美股市上涨,亚太股市普跌,大宗商品上涨。此番外盘市场对联储行动的反应不一提醒了投资者“市场并不由货币政策完全说了算”,美股上涨被解读为联储加息信号是因为对宏观经济的信心,而欧洲股市的上涨是因为公司业绩普遍改善,大宗商品上涨也是有宏观经济向好的支撑。

反观国内A股市场,至少在春节前市场仍然延续了2009年“宽信贷投放、大规模政策刺激一推动股市”的投资思维,对于货币政策高度敏感,但对于新因素反映不足!然而我们认为,2010年的投资思路不同于2009年,2010年要用“调结构”的投资思路看待市场——2010年的政策在“有所压”的同时,另一手必会“有所保”!从这个角度看,对于年初以来的宽松信贷政策淡出、房地产调控政策不必过分恐慌,这本身是调结构的“题中之义”。在市场充分消化了“压”的政策利空之后,虎年春节后更应该看到“保”的政策所蕴藏的机会。

二、“调结构”的政策逻辑和政府底气

对比2009年保增长的诸多救急政策后发现,无论是固定资产投资、大规模信贷,还是房地产刺激都有副作用或后遗症,而唯独刺激国内消费政策的副作用最小,并且通过转移支付还有利于社会和谐。因此从政策取向看,如果2009年是救急才采取全面刺激政策的话,那么2010年在经济增长无忧情况下,增长模式就需要调整。对于有负面作用的政策需要“纠偏”、“需要压”,对于国内消费模式“需要保”,这个逻辑贯穿2010年“调结构、促内需”的主基调。

政府调控的底气来自国内消费增长的巨大潜能!回顾2009年底,管理层主基调还是“经济回稳的基础还不牢固”,然而没过多久管理层却对房地产市场下重手,并执行严格的信贷控制。这个貌似突兀的决策逻辑背后传达出什么信息?我们认为这是管理层对经济增长非常有信心,而这个信心来自国内消费巨大的增长潜能。2009年的商品消费、家电汽车消费在政策刺激下全面开花,火爆程度远远超出市场预期和管理层预期。这必然促使管理层意识到中国消费的巨大增长潜能,由此增加了政府调控的底气——由此敢于在出口未明显见好情况下,控制固定资产投资增速并对房地产市场下重手的原因(要知道出口、固投、房地产

可是中国经济增长的传统引擎)。

三、“调结构”的必要性

我们认为“调结构”非常必要,概言之有三点理由。其一是中国不能过度依赖出口了。从规模看,中国贸易依存度已达60%,超过所谓“贸易立国”的日本,自然增长空间趋缓是规律;从外部环境看,中国出口压力很大。次贷危机后国际主流声音将“全球经济失衡”归因为中、日、德出口过多,舆论压力大,而三国中又以中国压力最大(德国只是在欧盟内贸易顺差,国际压力不大;日本经济长期低靡,压力也不大);另外,日本次贷危机后的奥巴马政府必须解决失业和双赤字问题,这两个问题同时解决就必须依靠多出两个进口国。预计未来人民币升值压力、贸易保护将是常态,中国出口压力不会减弱。其二是中国过剩的产能无法通过扩大出口消化,这使得固定资产投资高速增长不可能长期维系下去。其三是房地产市场引发的社会和谐问题。

我们看好“调结构”成功的可能性。其一,中国庞大的居民储蓄,26万亿居民储蓄余额2万亿元,意味着全国人民靠储蓄可以维持近两年的基本消费支出。庞大的储蓄保障了消费刺激的效果(对比2009年中美同样刺激汽车消费措施,但效果差异大,原因在于美国只有即期收入没有储蓄);其二,中国人均收入1.2-1.5万元时,可

选消费将有跨越式增长,这从2003-2005年沿海地区以及2008年内陆省份的家用汽车销量增速可以获证。其三,中国的低消费杠杆,如果保障跟上,信贷消费大有提升空间。

四、“调结构”的政策力度

调结构、促内需的长期政策是着力于民生环境的改善,短期政策是消费政策刺激。长期政策如农业税取消、三年内实施90%的医保覆盖、全国10%县区的试点“新农保”、2010年退休人员养老金提高10%、2010年规划600万保障性住房建设(近几年商品房年成交量约700-800万套)等等;短期政策包括“建材下乡”(2010年如果出口不好,不排除出台类似“电脑下乡、手机下乡、发放旅游券”等政策)。

根据我们的理解,政府其实正以前所未见的力度在改善民生环境,为调结构促内需做准备。这点或许目前的市场反映不足。

五、“调结构”的投资机会

在充分消化了“压”的政策利空之后,更应该看到“保”的政策所蕴藏的机会。总体上我们对市场持乐观态度,我们相信中国整体来看,区域振兴板块在2010年会有正收益,超额收益来自短促的政策刺激和新兴消费行业的发展;对于周期类板块,以商品房市场为代表的调控政策依然是制约其的主要因素。在此之前,可以借助估值合理、外盘向好的条件博取反弹收益。

行业前瞻·热点趋势

水泥:中东南地区水泥价格3月将上涨

行业近况:春节前一周水泥价格略有下滑,但春节期间价格保持平稳。上周市场流通价346元,比12月最高点下跌12元,高于去年同期8元。东北、西北和华北地区从12月开始就进入淡季,价格普遍下调。中东南地区直到1月中下旬才有所下滑,淡季不淡,下调相对较大的区域是广东、湖南、河南和江西。预计本周价格保持平稳,3月初中东南地区价格上涨(旺季来临,成本推动)。

2009年全年水泥产量16.37亿吨,同比增长17.9%,净出口1564万吨,同比下降40%。12月水泥产量1.45亿吨,同比增长16.5%,环比下降4%。预计1月水泥产量同比将有较大增长,因2009年1月低基数(春节),预计2月产量增速在10%以上,因房地产行业好于去年同期。成本方面,秦皇岛港口大同混煤报价730元/吨,周环比下降40元,比1月高点下降65元。

重点企业动态:海螺水泥2月份产量同比增加16%-20%。2月平均价格没有明显下跌,好于去年同期,主要原因是成本高于去年同期,并且企业之间沟通增加,价格维护较好。3月份有提价计划,大部分地区提价成功的可能性较大。

华新水泥2月份平均价格270元,比1月份下调10-15元,最新价格250元。目前日销量5万吨左右,正常水平8-9万吨,公司预计3月初应能恢复至正常水平。公司认为2010年重点工程需求将明显好于去年,2009年签订的2010年重点工程签约量1100万吨,往年为800万吨左右。“建材下乡”政策实施还需观察,云南地区空间大于湖北地区。

投资建议:标配。整个水泥板块估值较低,经过前期下跌风险释放的比较充分。旺季即将来临,水泥价格将上涨,水泥板块在一季度末至二季度存在交易性机会。推荐华新水泥、海螺水泥、冀东水泥,受建材下乡政策利好较大的塔牌集团、江西水泥和祁连山值得关注。

风险提示:2010年是宏观调控年,力度较大的调控将对水泥需求产生不利影响。(中金公司)

机场:旅客保持快速增长 货邮是亮点

1-2月全国机场旅客吞吐量综合增速仍然可以到达15%以上。去年同期春运原因,1月份旅客量增速有所下滑,全国前50家机场旅客吞吐量和航班起降架次分别同比增长11.6%和10.5%;春节黄金周期间,航空和旅游数据共同大幅增长,民航旅客运输量同比增长19.4%。

前50家机场货邮吞吐量大幅增长48%,2010年货邮增长成为亮点。厦门空港货站利润贡献占比10%以上,最为受益。

上市公司旅客吞吐量方面,厦门空港仍然保持略高于全行业的增速水平,春运期间旅客吞吐量同比增长19%;白云机场旅客吞吐量并没有随着珠三角经济复苏如期加速,1月旅客吞吐量同比增长4.9%,春运期间旅客和航班吞吐量同比增长14%和11%,仍然低于深圳机场水平;深圳机场不断试探产能上限,春运期间单日航班量一度超过700班,“深飞”市场需求持续火热;上海机场1月国内旅客继续保持20%的增长,国际航线增速为10%,期待2月春运开始后国际航线旅客的超预期增长。

维持机场行业的看好评级。未来一个月陆续出炉的2009年度年报业绩可能小幅超过市场预期。良好的旅客量数据和靓丽的货邮吞吐量数据保障了机场业绩的持续稳定性,在市场弱势环境下机场行业相对大盘估值有望上行,出现超额收益机会。推荐顺序为厦门空港、深圳机场,上海机场,白云机场。(申银万国)

汽车:行业景气走向需观察 3月份情况

1月份汽车销售量为166.42万辆,环比增长16.83%,同比增长124.00%。除春节因素外,部分厂商将去年12月份销量推迟至今年1月份确认是另一个导致销量环比大幅增长的重要原因。

2009年1-12月份汽车工业企业营业收入同比增长29.76%,利润总额同比增长82.19%,增速较1-11月份提升18.42个百分点。全年重点企业税前利润率为7.8%,仅低于2003年最高水平。预计2010年此值将略高于2009年水平。

受春节等影响,1月份轿车销量93.02万辆,环比增长12.92%,同比增长111.82%。其中1.6L以下轿车销量比例为71.08%,环比上升1.87个百分点,为近一年来最高;自主品牌轿车销量比例为34.72%,比12月份提高2.77个百分点,显著高于2009年水平;交叉乘用车和MPV环比大幅增长;1月份中重卡销量为9.83万辆,环比增长19.60%,同比增长432.04%。由于经销商等普遍看好今年重卡销售行情,因此采购订单相对较大并有所提前,部分整车厂甚至已经排产至3月份以后。

2009年12月份共出口汽车4.38万辆,为年内最高,环比增长7.93%,同比增长21.18%。1-12月份累计出口汽车36.96万辆,同比下降45.70%。整车出口正处于缓慢复苏过程中,离2007-2008年高峰尚有一段距离。

2月份跨越春节工作日较少,仍难判断行业景气度走向,需要观察3月份情况。近期建议继续关注受益于重卡景气周期延续的上市公司、汽车行业重组整合带来的投资机会、汽车零部件在两个市场增长下带来的投资机会以及业绩可能超预期上市公司。目前部分公司估值较低,是良好的介入机会。

风险提示:(1)汽车销售达不到预期,行业竞争加剧;(2)汽车和原材料价格波动;(3)海外国际贸易保护主义加剧。(中原证券)

<p>天宝物(002220):年报业绩超预期 增持目标33元</p> <p>天宝物股份发布业绩快报,2009年实现营业收入8.58亿元,增长34.9%;实现净利润7579万元,增长12.1%,EPS为0.77元。这份业绩快报超出了市场上最乐观的预期(包括我们在内),三季报EPS仅0.34元,第四季度EPS为0.43元。公司业绩超预期主要原因在于两方面:一是传统的水产品出口业务四</p>	<p>季业绩超预期;二是冰淇淋业务在四季度取得突破。</p> <p>冰淇淋在四季度实现出口的事实将彻底扭转市场对该项业务的看法。我们认为,凭借公司在食品贸易上的经验与能力,冰淇淋的出口代工业务将带来稳定盈利,并使天宝物股份有能力对国内市场进行一定程度的投入,最终与出口业</p>	<p>形成良性互动;储存大樱桃业务将是2010年业绩的另外一个重要看点。按照公司计划,今年将收购2000吨,贡献毛利2000万。</p> <p>在调整了对冰淇淋业务收入、毛利率预期之后,我们上调对天宝物股份2010/2011年的EPS预测到1.10元、1.42元,目标价33元。目前的股价对应2010年动态估值低于25倍,对于投资者积极增持。(国泰君安)</p>	<p>ST松江(600225):滨海控股借壳上市具较大拓展空间</p> <p>2009年公司借壳,以松江集团为平台注入其房地产开发业务,实现房地产开发业务的上市。天津房地产市场近几年在天津整体发展背景下及滨海新区效应、城市大包围改造带动下出现了快速增长,预计2010年天津市场还将保持稳步发展的态势。</p> <p>公司现有项目15个土地储备达232万平米。借助大股东滨海控股的土地一级开发优势,公司在项目拓展上以天津及呼和浩特为基础,并开始布局全国其他二三线城市,全国性发展的战略意图比较明显。此外滨海控股在张贤伟居住区南侧取得的土地一级开发项目属于适置用地,其解决方式能否影响到公司土地储备的增加值得期待。(日信证券)</p>
<p>拓维信息(002261):3G带来行业拐点或持续推升股价</p> <p>公司发布业绩快报,2009年实现营业收入3.09亿元,同比增长17.6%;实现净利润8753万元,同比增长11.7%,每股收益0.78元,业绩基本符合预期。</p> <p>为扶持动漫产业发展,2009年财政部和国税总局发文拟对相关企业实施税收减免,公司有望受益。此外,随着3G普及度逐步提升,手机动漫将成为增长前</p>	<p>景较为明确的应用形式之一,看好公司在这一领域的先发优势和运营经验,认为该业务将赋予公司充分的业绩弹性。</p> <p>目前公司三大创新类业务——手机动漫、SI产品及平台类产品占比不断提升,移动电子商务和3G游戏亦有望逐步形成业绩贡献。公司符合我们2010年“后3G”+“中小公司”的选股思路,其业绩</p>	<p>高速增长尚待3G应用逐步普及。</p> <p>维持对公司2010、2011年的盈利预测,收入分别为4.03、5.21亿元;净利润分别为1.15、1.51亿元;EPS1.03元、1.35元。目前股价对应2010、2011年的PE分别是43.0倍、32.8倍,估值在行业内处于较高水平。但考虑到公司在国内A股市场的稀缺性,3G前景使公司受益预期是持续推高股价的重要驱动因素,维持对其“推荐”投资评级。(国信证券)</p>	<p>大商股份(600694):向集团收购一处物业具备防御性</p> <p>大商股份公告,哈尔滨麦凯乐总店将以合计1.09亿元收购大商集团下属哈尔滨地产公司位于尚志大街麦凯乐购物休闲广场约6028平米的商铺物业。按照公告测算,该收购(三层)平均每平方米价格在18000元左右。由于尚志大街为哈尔滨市中心区,商圈优势明显,我们认为该价格是较为合理的。结合公司去年12月初公告租赁集团盘铺物业用于新门店拓展来看,上市公司和集团的这两次交易价格均较为公允。</p> <p>我们认为,集团可能会将此次上市公司购买物业获得的资金用于改制。后续是否有类似资产注入的可能性?我们认为并非排除。</p> <p>大商股份拥有我国最大的百货零售商业龙头企业。</p> <p>公司主力门店解放路店未来的坪效有望达到在2-2.5万元/平米,毛利额将有望提升。2009-2011年均销售增速12%,毛利额年均增速15%。考虑到3-4年左右时间度培育周期,我们判断2011年及2012年各次新门店的盈利状况仍将有较大提高。</p>
<p>国投新集(601918):售价及煤质下降致业绩低于预期</p> <p>公司业绩低于预期。公司2009年原煤产量1253万吨,同比增长6%,公司商品煤销量1096万吨,同比仅增长0.86%,是业绩低预期的主要原因,板集矿突水未能贡献产量也是低于预期的原因;安全费及塌陷费提高是成本高于预期主要原因。2009年公司安全生产费由上年的25元/吨提高到33元/吨。塌</p>	<p>陷费发生一次性集中补偿,预计2010年该项费用将减少;2009年煤炭平均售价426.2元/吨,同比下降7%。2010年合同价已经签订,合同价同价格上涨15%。</p> <p>由于公司四季度煤质出现下降,公司2009年煤炭洗出率为87.49%,低于2008年的91.67%,但刘庄矿2009年洗出率为90.3%,说明煤质下降出现在原</p>	<p>有三矿。随着刘庄矿今年达产,公司煤炭洗出率有望回升至90%。</p> <p>因板集矿突水情况比预期的严重,预计要到2011年才能投产,减少公司2010年产量300万吨。下调公司2010年盈利预测,我们预计公司2010-2011年每股收益分别为0.74元、1.09元,动态市盈率分别为20、14.2倍。目前行业2010年平均PE为17倍,突发因素无碍成长性,维持推荐评级。(华泰证券)</p>	<p>西安民生(000564):增长来自自身发展以及资产注入</p> <p>除新开钟鼓楼、庆阳店及电子城店外,2009年底成功收购宝鸡商业使得公司销售规模迅速扩大,零售行业整体向好也使得公司盈利水平呈上升趋势。我们认为公司未来在渠道整合方面仍有一定的潜力可挖,且在海航商业旗下的其它资产逐渐注入上市公司后,公司将体现出强大的规模优势,成为西北地区的商业龙头企业。</p> <p>公司主力门店解放路店未来的坪效有望达到在2-2.5万元/平米,毛利额将有望提升。2009-2011年均销售增速12%,毛利额年均增速15%。考虑到3-4年左右时间度培育周期,我们判断2011年及2012年各次新门店的盈利状况仍将有较大提高。</p> <p>未来三年公司业绩主要增长点来自两个方面:1.自身发展:包括解放路店、次新门店及超市单元的利润增量;2.体外培养后进行资产注入。我们判断包括骡马市店、民生家乐的剩余股权等资产的注入事宜有望于2010年年底开始启动。预计2009年至2011年公司分别实现净利润0.60亿元、0.91亿元和1.16亿元,EPS分别为0.20元、0.30元和0.38元,给予“买入”评级。(方正证券)</p>

评级概要·后市涨跌看个透