

2009-06-08  
策略动态报告

## 大宗商品持续上涨，高端消费启动

### ◆流动性泛滥带来大宗商品价格持续上涨，国内高端消费启动

我们上周提示了美元贬值带来的大宗商品价格的上涨，我们认为未来一段时间内，国内经济的复苏，美国经济的企稳以及全球为挽救经济带来的大量流动性释放，必然将出现大宗商品价格的持续上涨。因此我们认为有色金属、石油、煤炭、航运等板块将持续获得超额收益。

随着经济的复苏，可选消费品——房子和汽车销售量一直保持较高增长，我们预计由于货币宽松，贷款利率较低和收入预期改善，房地产和汽车的销售仍将保持较高增长。另外一类可选消费品近期也体现出复苏的迹象，主要包括高端白酒、传媒、高档百货等。我们建议投资者近期关注白酒的投资机会。

本周相关宏观数据将逐步发布，我们预计主要数据将符合市场预期，中国的进出口数据可能超过市场预期，这可能带来外贸相关的航运上市公司获得超额表现。

### ◆新股发行改革意见征求结束，可能近期推出具体意见

新股发行制度改革征求意见于6月5日结束，我们预计近期可能推出具体操作意见。我们对此有两个简单判断：第一，新股的发行必将迅速启动，完善资本市场的融资功能；第二，如果具体操作细则在对打新股资金方面有改进措施的话，对市场将形成短期的利好。

### ◆资产资源类板块获得持续超额表现

从板块特征来看，资产资源类板块获得了较好的表现，具体原因我们在之前也反复提到，我们认为这样的板块仍然将获得持续的表现。

我们仍然坚定的看好市场，认为今年上涨是主线，调整多为调仓买入的机会。我们本周强调了白酒、高档百货的投资机会，维持之前的行业配置建议。

在油价上调以及油价进一步上涨的背景下，建议积极配置石油石化行业、煤炭行业。在美元贬值大宗商品尤其是有色金属上涨的背景下，我们建议配置以铜和黄金为主的上市公司。关注价格上涨带来的投资机会的基础化工行业，比如纯碱行业的投资机会。近期房地产和汽车的销售数据仍然较好，继续推荐房地产、汽车行业。受益于A股市场向好的券商保险板块。

策略分析师：

郭国栋

021-22169168

guogd@ebsecn.com

黄学军

021-22169107

huangxj@ebsecn.com

开文明

021-22169160

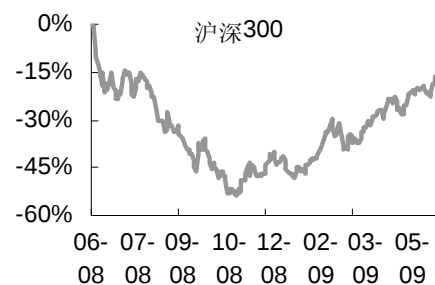
kaiwm@ebsecn.com

寇文红

021-22169110

kouwh@ebsecn.com

大盘表现 (12 个月)



相关报告：

看图：买入关键性资源

..... 2009-06-05  
策略动态：企业利润恢复，美元贬值，关注相关投资机会

..... 2009-06-01  
策略动态报告：IPO 重启带来新的调整压力  
..... 2009-05-25

## 大宗商品价格持续上涨，高端消费启动

### 美元疲软，重回资源和资产

美联储启动“定量放松”来挽救流动性缺失的信贷市场，通过购买国债的方式来增强全球其他经济对美国国债的信心，本来这两项措施应该提振美元。但事实恰恰相反，其结果却是未来一至两年内我们将要接受弱美元的现实，理由：

其一，这会导致短期内美元的供给急剧增加，流动性的大量释放

其二，美国流动性的改善，提振了投资者对未来经济的信心，风险担忧的减少，避险资金的流入就会减少，同时，风险偏好较强的投资者就抛售美元资产，转而买入其他资产；

其三，也是最为主要的，美国再次增加货币的投放量，说明美国想通过投放货币的方式来提振经济，刺激国内的信贷市场，已经与第一次通过投放货币来挽救金融市场完全不同，这将是美国经济在未来一至两年内再次回到依靠消费拉动增长的老路，这将导致美元再次走弱。

由于美国政府短期摆脱通缩的愿望强烈，导致美国再次通过增发货币的方式来激活国内的消费市场，这种方式只能激发美国消费的短期回升，这种回升并不能持续，因为美国当前的储蓄率和国民收入状况难以支持美国消费的持续回升。

而且这种短视的急于想摆脱困境的操作，它所带来的负面作用不可低估，未来一至两年内它会让美国经济面临的困局将会是过度依赖货币所带来的“滞胀”。

因此，在美国再次准备进行“定量放松”时，对美国经济未来 1-2 年的回升路线可以预见仍然依赖于国内的消费，试图通过经济增长方式的转型来带动经济的复苏那仍然是 3 年后的事情，这就导致未来 1-2 年全球将呈现弱美元和通胀，从而全球的货币又将重新追逐资源和资产。

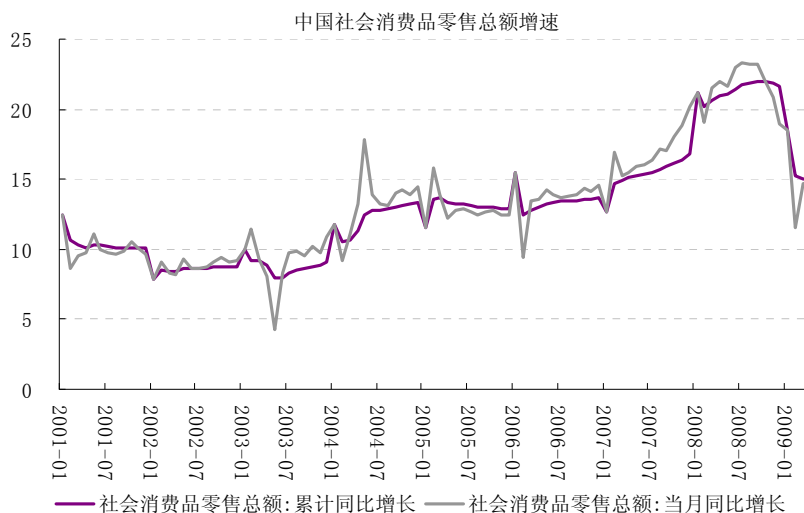
近期大宗商品价格的上涨也足以说明这个问题，美国原油价格再次突破 70 美元，而黄金价格也维持高位，铜价上涨到 5000 美元/吨附近，BDI 价格指数在上周经历了从 3000 点到 4000 多点的快速上涨。其他大宗商品价格也出现了持续上涨的趋势。

我们认为随着中国经济的复苏以及国际经济的企稳，对大宗商品的消费需求将稳定增加。同时在流动性宽裕的背景下，资金的系统性风险降低，这将导致对资产和资源等风险资产的追逐。美元的疲软加剧了大宗商品价格的上涨。总之，我们认为资产资源的价格在未来一段是将持续维持较高水平，将为投资者提供较好收益，我们在之前的报告也专门就此进行了推荐，详细情况请参考我们之前的动态报告《企业利润恢复，美元疲软，关注相关行业投资机会》以及《看图系列：买入关键性资源和资产》。

## 高端消费启动

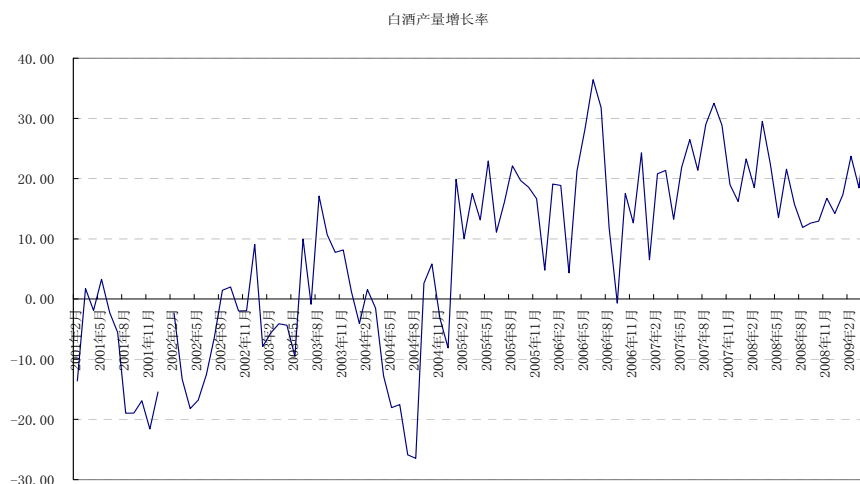
政府宽松的货币政策以及政府投资的拉动下，利率维持低位以及收入预期的改变带动了可选消费品的销售量上涨，房地产和汽车的销售量持续维持高速增长，远远超过市场 09 年初的预期。作为可选消费品，高档白酒和高档百货的消费也将逐步启动，建议投资者关注该行业的投资机会。

数据显示，中国社会消费品零售总额增速在 09 年 3 月份以后开始恢复，根据我们百货零售分析师，零售业有望在二季度全面回暖，特别是百货行业和家电连锁，体现在销售增速较一季度明显提升，同时毛利率继续好转。



数据来源: Bloomberg

近期白酒产量增速恢复到较高水平，这可能是白酒等高端消费需求的启动。白酒产量结束了 2008 年增速不断回落的过程，近期的数据显示，中国的白酒产量增速在 4 月份达到了 30% 左右，并且上升的趋势比较明确。



数据来源：WIND

考虑到高档白酒的可选消费品特征，因此我们认为随着中国经济复苏以及通胀预期明显，未来高档消费品的销售量将获得持续的快速增长。根据我们分析师的推荐，我们建议关注白酒类上市公司包括五粮液、贵州茅台、泸州老窖和山西汾酒等的投资机会。

## 新股发行改革征求意见结束，操作细则近期出台

证监会关于新股发行制度的改革征求意见于6月5日结束，我们预计相关新股发行制度改革的具体操作细则将于近期出台，我们认为随着操作细则出台，IPO重启的步伐逐步临近。我们对于这个事件，主要有两个判断。

首先，IPO的重启必将在创业板之前推出，在之前我们也反复强调了我们有别于市场的判断。征求意见稿结束后，证监会和交易所将会很快出台相关操作细则，并且会启动相关公司的上市发行。这既是完善证券市场融资功能的重要步骤，也是体现资本市场为国民经济发展做出贡献的重要方面。

第二，我们认为由于操作细则将会出台，存在超预期的可能。有消息称，对于新股网下发行部分可能采用定金交纳的办法。如果按照这样的办法操作，这样将极大的改善新股发行认购期间的巨大资金压力，与市场之前预期的新股发行制度改革的实质性意义有限有着较大差异，可能对市场是一个正面的影响。

## 宏观数据持续体现经济复苏预期的概率较高

本周，主要的月度宏观数据将逐步公布，根据我们的判断，我们认为数据基本体现中国经济的复苏并在持续。由于发电量数据环比快速增长，因此我们预计工业增加值数据也可能超过市场预期，这将对资本市场造成正面的影响。

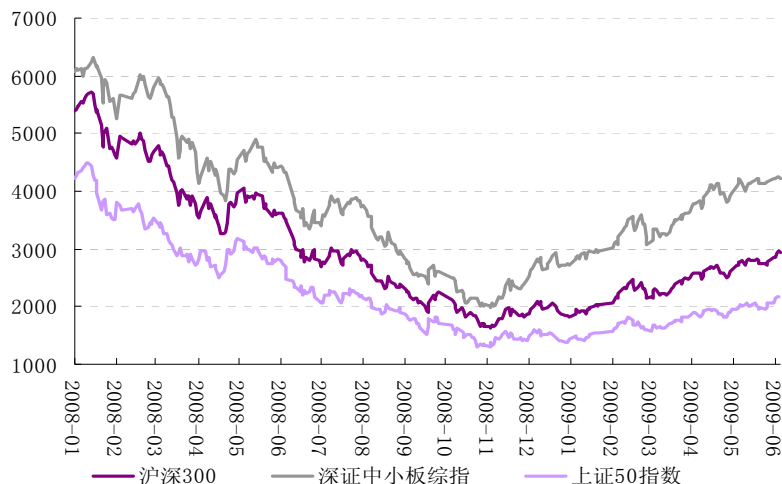
根据我们的判断，由于国际经济开始企稳，美元贬值，中国的出口情况有可能获得改善。外贸相关的行业板块有可能获得较好投资机会。同时中国出口数据的恢复也将强化市场对于中国经济复苏的预期，因为拉动中国经济的三驾马车基本都出现启动的趋势。

另外，由于中国实行的是有管理的汇率制度，因此出口的好转可能带来外汇占款的增加，进一步增加市场的流动性，推动中国资产价格的上涨。

## 市场持续强势，资产资源获得优异表现

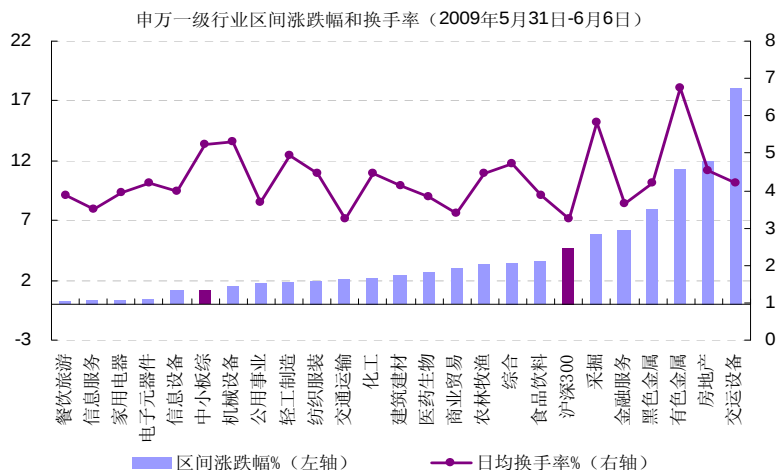
上周，A股市场上涨了5%左右，中小板指数表现相对疲软，房地产、有色金属等行业表现优异，白酒行业在产量数据超预期的背景下，上周表

现较好。从风格特征来看，上周市场主要体现为较好业绩和低市盈率的行业上涨比较明显，其他风格特征并不明显。



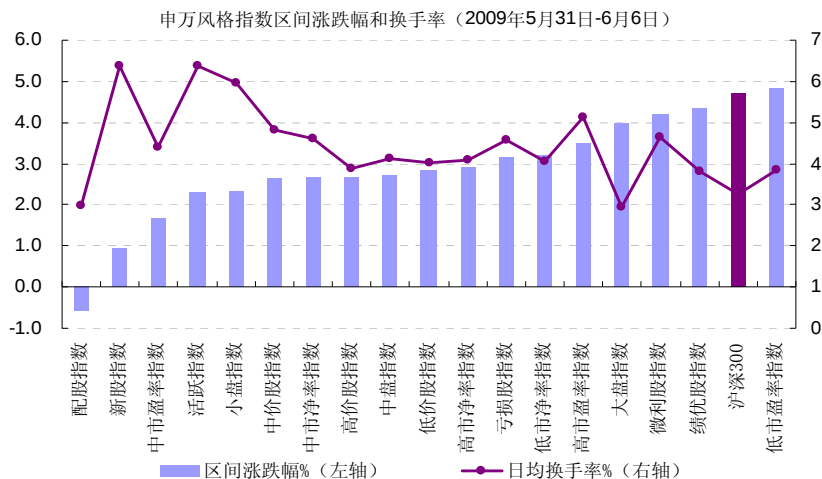
数据来源：Bloomberg

上周市场交运设备行业表现突出，上涨高达 17%，房地产、有色金属上涨 10% 以上，金融服务和食品饮料行业增长在 5% 左右。我们认为，经济复苏预期以及大宗商品价格上涨仍然是推动股票价格上涨的主要原因，我们认为中国经济复苏的趋势越来越明确，通胀预期显现，因此资产资源类板块未来仍然将获得较好投资机会。



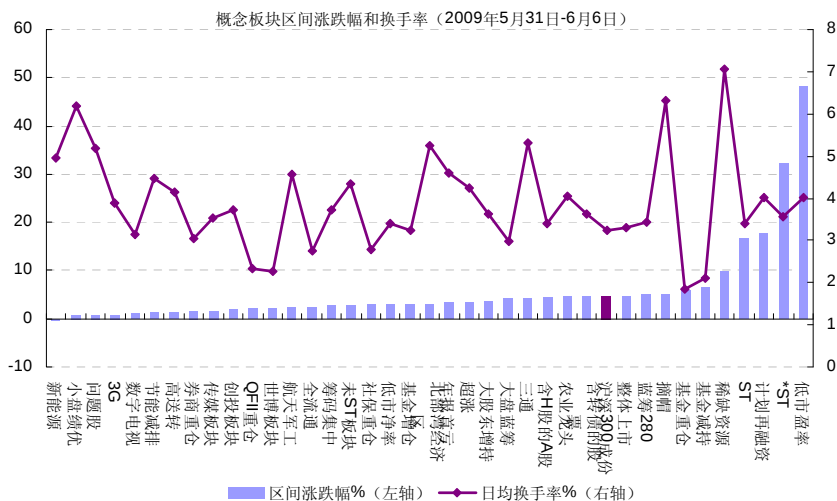
数据来源：Wind

上周风格特征体现较为明显的是低市盈率、绩优股以及大盘指数表现优异，而小盘股和中市盈率表现相对疲软。我们认为体现该类风格特征的主要原因是市场转向业绩优异行业，银行、石油石化等行业表现优异。



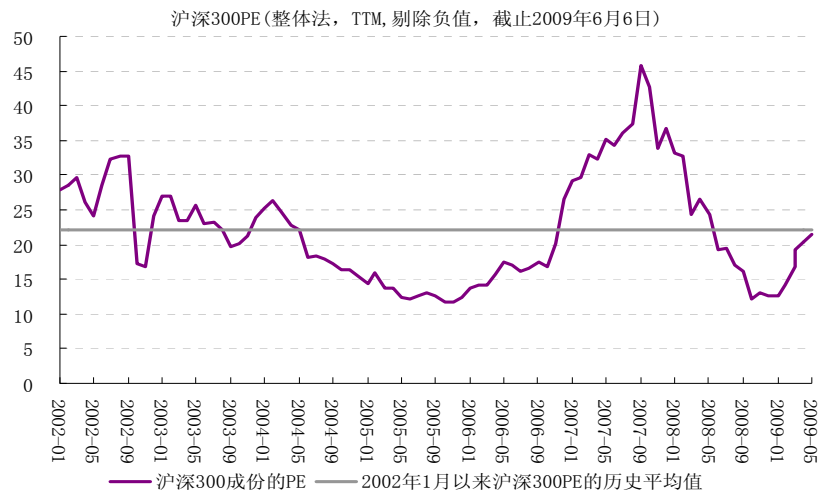
数据来源: Wind

从概念板块来看，同风格特征比较一致，我们不再冗述。

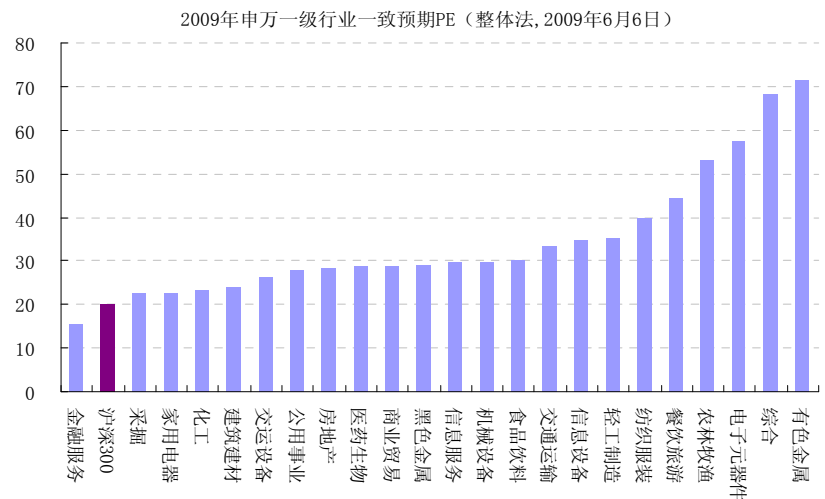


数据来源: Wind

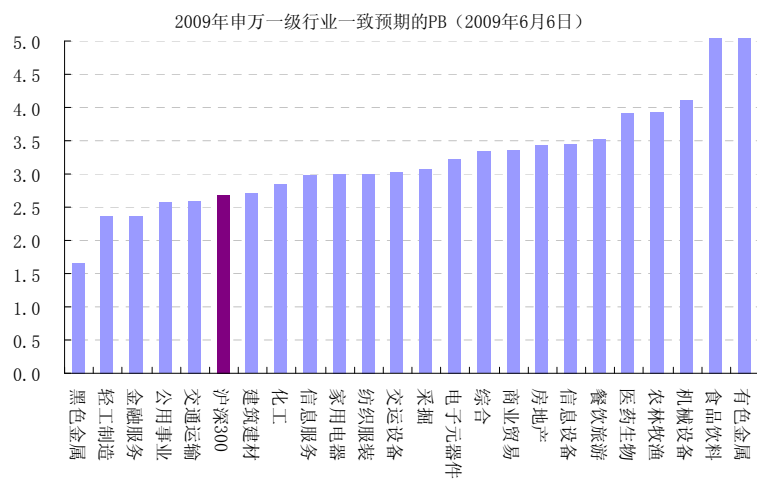
估值水平总体合理，目前沪深 300 的估值为 22 被左右，处于历史平均值附近。金融石化等大市值行业仍然处于低位是导致沪深 300 估值水平较低的主要原因。我们认为考虑到目前的市场结构特征，A 股市场的估值应该更多体现对经济景气周期的判断，绝对水平的意义是次要的。



数据来源: Wind



数据来源: 朝阳永续



数据来源: 朝阳永续

## 行业配置建议

我们仍然坚定的看好市场，认为今年上涨是主线，调整多为调仓买入的机会。资产资源类板块在未来将持续获得较好收益。我们本周强调了白酒、高档百货的投资机会，维持之前的行业配置建议。

其他维持上周的建议，在油价上调以及油价进一步上涨的背景下，建议积极配置石油石化行业、煤炭行业。在美元贬值大宗商品尤其是有色金属上涨的背景下，我们建议配置以铜和黄金为主的上市公司。关注价格上涨带来的投资机会的基础化工行业，比如纯碱行业的投资机会。近期房地产和汽车的销售数据仍然较好，继续推荐房地产、汽车行业。受益于 A 股市场向好的券商保险板块。

## 分析师介绍

郭国栋，北京大学中国经济研究中心经济学硕士，2005 年加盟光大任煤炭行业分析师，目前任策略分析师。

黄学军，上海交通大学管理学博士，于2007年11月加入光大证券研究所，目前任策略分析师。此前供职于太平洋人寿保险股份有限公司资产管理部。

开文明，2007 年11 月加盟光大证券研究所。2007 年复旦大学经济学院硕士毕业，2001 年获得上海交通大学国际航业专业学士学位。曾担任毕马威华振会计事务所风险咨询部顾问和IT 行业咨询顾问等职。2008 年新财富交通运输行业共同入围。

寇文红，北京大学经济学院2008 届金融学博士，曾翻译出版美联储主席Ben S. Bernanke 的著作《大萧条》等书，2008 年9 月加盟光大证券研究所。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组 | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件               |
|------|-----|-------------------|-------------|--------------------|
| 北京   |     |                   |             |                    |
|      | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebsecn.com    |
|      | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebsecn.com  |
|      | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com  |
|      | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com |
| 上海   |     |                   |             |                    |
|      | 李松  | 021-22169999-9090 | 15821882803 | lisong@ebsecn.com  |
|      | 戴茂戎 | 021-22169999-9086 | 13585757755 | daimr@ebsecn.com   |
|      | 王莉本 | 021-22169999-9083 | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com  |
|      | 杨日昕 | 021-22169999-9082 | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com  |
| 深圳   |     |                   |             |                    |
|      | 王汗青 | 010-68561122-1777 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com  |
| QFII |     |                   |             |                    |
|      | 濮维娜 | 021-62152373      | 13301619955 | puwn@ebsecn.com    |
|      | 陶奕  | 021-62152393      | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com   |
|      | 满国强 | 021-62152393      | 15821755866 | mangq@ebsecn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。