

[2009.08.07]

中期升势不改 短期宽幅震荡

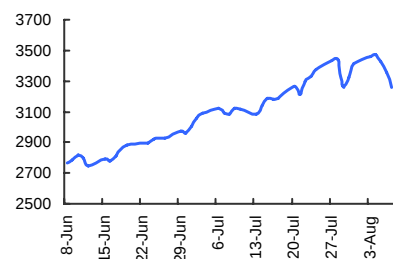
---2009 年 8 月投资策略报告

宏观策略小组

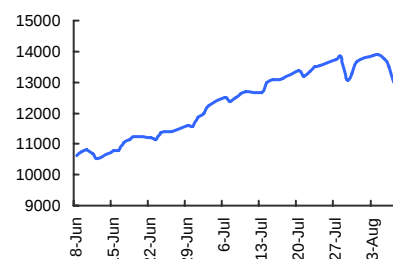
☎ 86-22-2845 1665

投资要点:

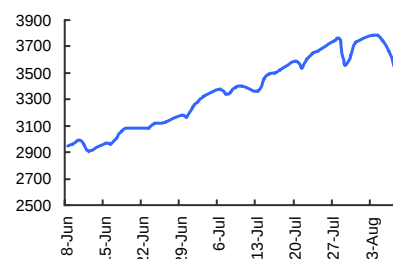
- 近期美欧日等国数据显示其国内经济相继度过最为困难的时期而逐步趋于好转, 受益于此的我国出口也不断回暖, 由此我国经济将可能在内外兼修中保持更为稳固的增长。
- 虽然在 6 月份信贷数据发布前后, 央行在公开市场加大流动性回收力度所显示的政策微调着实令市场有些担忧。对此我们认为, 在信贷激增退潮后通胀预期下的储蓄搬家以及外资的流入将成为流动性新的推手。
- 我们认为无需对央行政策的微调过分担心, 因为自 6 月月至今管理层在多个场合强调保持积极财政政策和适度宽松货币政策的重要性。在认识到政策环境总体宽松的同时, 我们应当意识到管理层此举的目的是呵护经济复苏, 而并非刺激股市和楼市。
- 总体上, 我们认为, 只要经济复苏与流动性充裕两大关键因素继续得以保持的情况下, 市场中期上涨的大趋势就不会发生改变, 但对持续提高的新预期的不断验证过程决定了股市的走势必然是曲折前进。就 8 月份市场而言, 7 月份宏观经济数据的积极预期将使股指首先具有进一步冲高的动力, 中旬以后在 9 月数据公布验证新的预期之前, 将受到监管层政策调整的影响与支配; 因此, 我们认为 8 月股市将出现宽幅震荡行情。
- 8 月份我们将继续抓住流动性充裕与经济复苏两条行情发展的主要脉络进行配置。流动性受益主线, 我们中线坚持看好通胀预期对银行与券商等资产类行业所带来的价值重估, 特别是光大证券 58.56 倍的发行市盈率, 以及上市首日溢价将有望提升整体券商板块估值水平; 经济复苏主线, 我们关注出口复苏最先受益的航运业。同时由于 8 月份股市为宽幅震荡, 在调整中兼具防御与补涨要求的商业与医药行业具有较好的机会。



— 上证综合指数



— 深证成份指数



— 沪深300

相关报告

- 《春列仍未到站-在预期验证中前行》
——09 年下半年 A 股投资策略报告
- 《IPO 重启助推蓝筹行情》
——09 年 6 月份投资策略报告
- 《春列在路上》
——09 年 5 月份投资策略报告
- 《预期掌控下的春天列车》
——09 年 2 季度投资策略报告

宏观小组成员:

黄 锋
周 喜

1. 政策、经济和资金——面面俱到

自 2009 年年初至今，我们策略的关注重点始终围绕在政策的动向、经济的预期以及资金的充裕这三个层面，政策推动了经济的回暖，促成了各行业预期的更迭，而种种预期则成为了资金追逐的焦点，三者的交错配合最终成为市场上涨的动力源泉。然而任何事情绝不会一成不变，这场源于政策的波澜壮阔的行情随着经济的逐步回暖则开始面临政策微调所带来的压力，进而引申到对于经济预期以及流动性充裕性的担忧。因此，我们认为仍有必要因循中期报告中所提出的分析方式，以现实验证预期进而判断市场前行的方向与方式。

1.1 欧美日经济回暖有利国内经济内外兼修

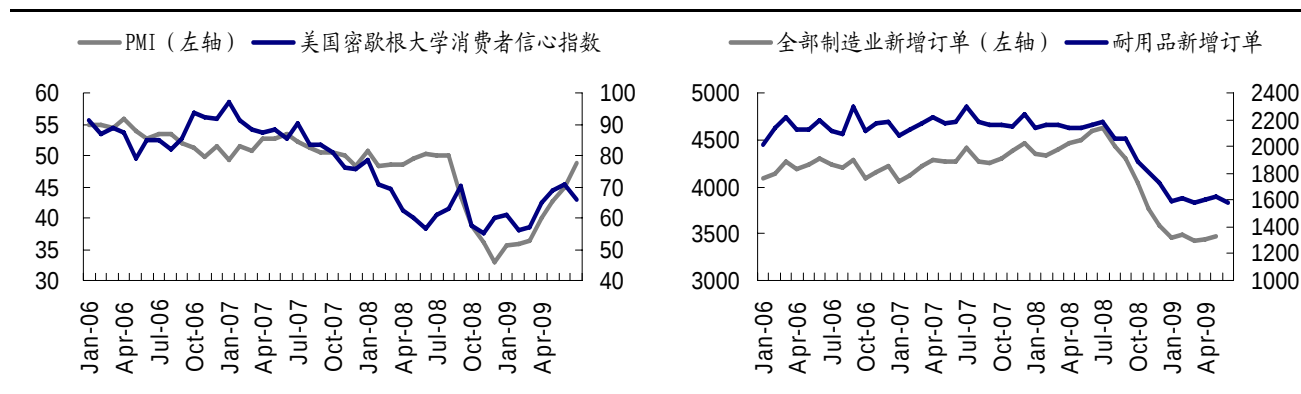
自美国次贷危机的恶果蔓延至中国后，为了对冲外需大幅萎缩对国内经济的不利影响，我国政府及时提出“保增长、扩内需”的口号，大举实施经济刺激计划，“四万亿”投资随即出炉。然而，由于我国“出口—投资”的经济增长模式短期内无法改变，于是在扩内需的同时国家多次上调出口退税率以减缓出口下降对于国内经济增长的拖累，对此我们曾多次指出该政策只能解燃眉之急，而出口增速的回升仍主要依赖于美欧日等国经济的逐步回暖。令人欣慰的是，近期美欧日等国数据显示其国内经济相继度过最为困难的时期而逐步趋于好转，受益于此的我国出口也不断回暖，由此我国经济将可能在内外兼修中保持更为稳固的增长。

1.1.1 美欧日各国经济逐步回暖 外部需求有所增强

尽管美欧日等发达国家经济回暖缓慢，相对新兴市场国家而言其刺激政策见效经历了更长的等待，但是正如奥巴马所言，美国经济衰退可能已经开始进入末期，“确实已经结束了经济自由落体式下滑，市场正在复苏，金融系统也摆脱崩溃的边缘”。美国商务部公布的第二季度 GDP 首次估算报告表明，今年第二季度美国的实际 GDP 下滑了 1.0%，好于-1.2%的市场平均预期，相比今年头六个月美国 5.9%的 GDP 下滑速度明显改善。同时，以 PMI、房地产等为代表的景气指标也持续回升，从而增强了美国经济回暖预期。另外就美国个人储蓄率而言，我们发现 09 年 5 月 6.9%的水平已接近历史平均水平的底部区域，加之美国个人可支配收入的企稳回升，消费也将支持美国经济回暖。同时，在美国经济逐步见底而开始回暖之际，同属发达经济体的欧盟和日本等国经济也逐渐向好。

2009 年 8 月份投资策略报告

图 1: 美国 PMI 指数持续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 2: 美国房地产及零售底部企稳

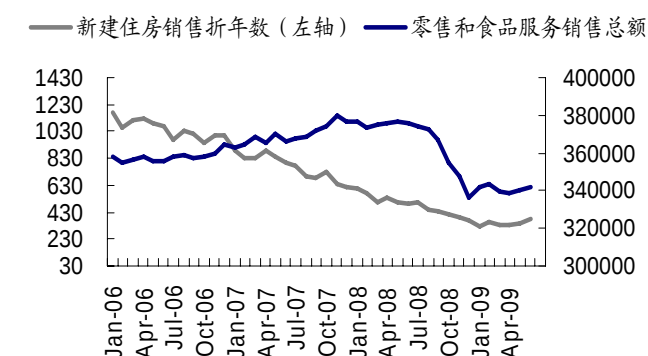
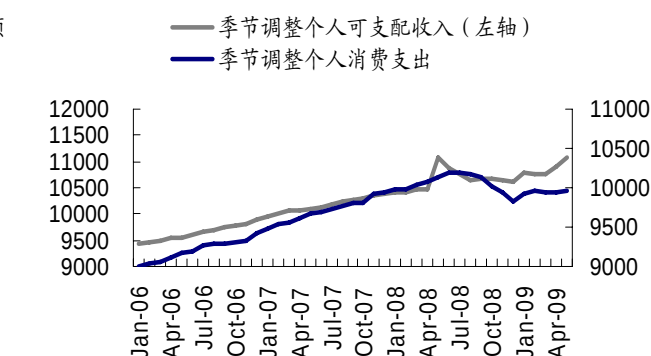


图 3: 个人可支配收入企稳回升为消费增长奠定基础



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 4: 美国储蓄率接近历史水平

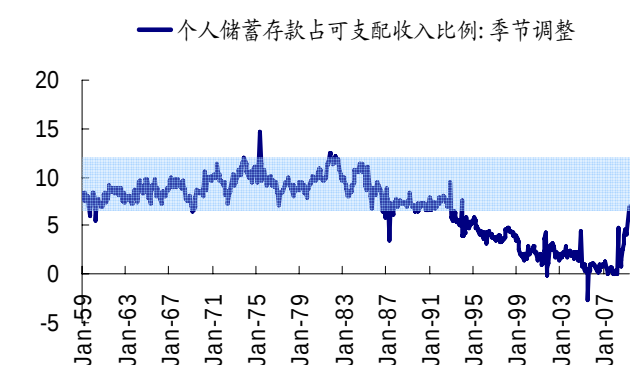
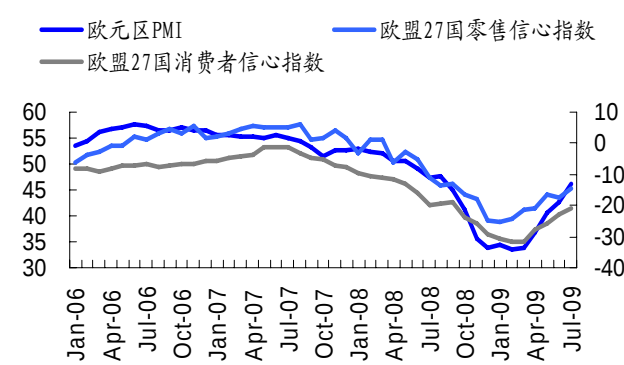


图 5: 欧元区 PMI 及消费者信心指数等逐渐回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 6: 日本 PMI 和消费信心指数逐渐回升

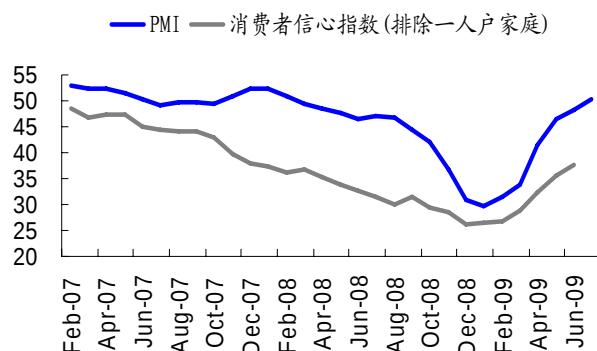
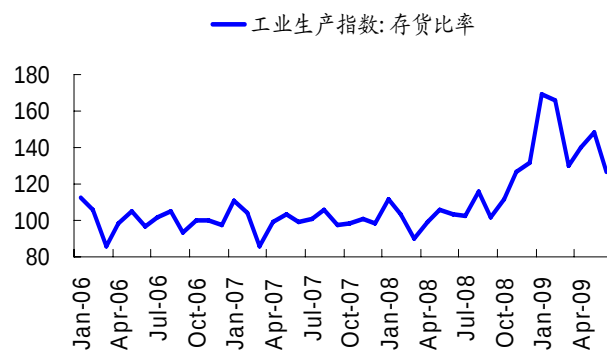


图 7: 日本存货比率显著回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.1.2 出口订单指数持续回升 相关行业受益出口复苏

作为中国主要出口目的地的美欧日，其经济回暖必将增加对于中国商品的外部需求，从而逐步提升国内出口增速，自 09 年 4 月以来我国 PMI 出口订单指数持续回升。加之国内产品在美欧日进口商品中占比的逐步升高，其经济回暖将更加有利于国内出口行业的复苏。

图 8: 中国新出口订单指数持续回升

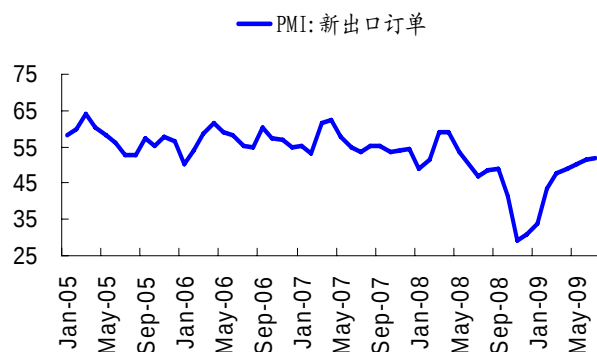
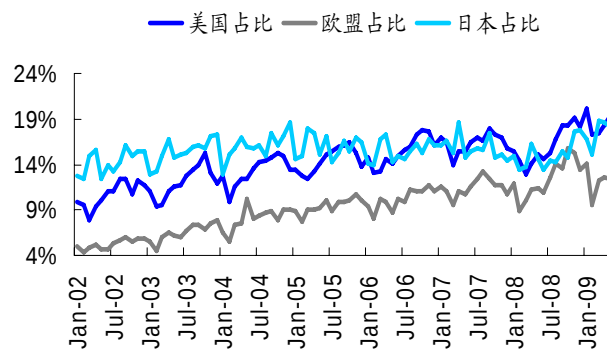


图 9: 中国产品国际竞争力增强



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

就出口受益行业而言，我们认为主要可分为两大类：其一是直接受益于美欧日经济回暖而需求增加的国内外贸商品生产企业，其中出口占比最高的制造业必将成为受益的第一梯队，而对比出口金额，我们看到制造业中的机电设备位居首位，服装则紧随其后，于是出口回暖将首先带动该类商品的外部需求，而后增加与此类商品相关的钢铁、有色、化工以及化纤等原材料的需求。其二是因出口增长而间接受益的港口、远洋运输、集装箱、港口机械等出口服务型行业。

从上市公司分行业数据来看，交运服务、电子元器件和家庭耐用消费品等行业营

业收入中出口占比较高，这说明出口回暖将增强该类上市公司业绩改善预期，从而对其股价产生推动作用。

图 10: 制造业在中国出口占绝对优势

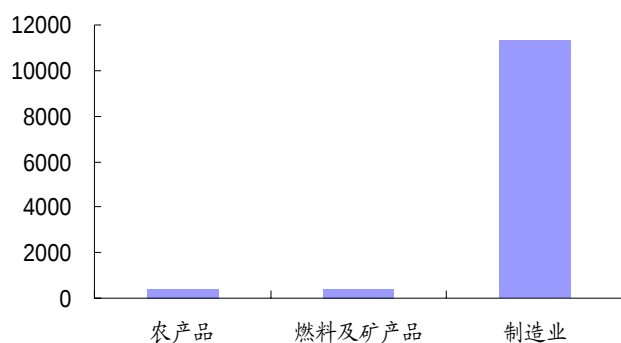
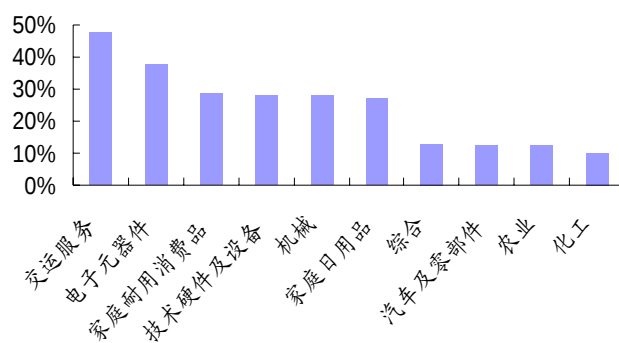


图 11: 上市公司主营业务中出口占比 (分行业)



资料来源: WTO, Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 1: 2007 年中国制造业出口分项统计

指 标	出口 (亿美元)
Manufactures	11348.05
Iron and steel	515.11
Chemicals	603.24
Pharmaceuticals	60.03
Machinery and transport equipment	5770.45
Office and telecom equipment	3471.13
Electronic data processing and office equipment	1658.80
Telecommunications equipment	1462.68
Integrated circuits and electronic components	349.65
Automotive products	230.29
Textiles	559.68
Clothing	1152.38

资料来源: WTO, 渤海证券研究所

1.2 流动性充裕动力前仆后继

作为 09 年 A 股市场上涨重要支撑因素的流动性无疑是分析判断市场未来走势的关键一环，而在 6 月份信贷数据发布前后，央行在公开市场加大流动性回收力度所显示的政策微调着实令市场有些担忧。而对此我们认为，在信贷激增退潮后通胀预期下的储蓄搬家以及外资的流入将成为流动性新的推手。

1.2.1 通胀预期下储蓄资金的重新配置

对于通胀预期下储蓄资金重新配置的问题，我们在此前发布的 09 年中期策略报告中即已详细加以论述。就理论而言，以逐利为本性的资金依靠对不同投资途径下风险收益的综合分析，选择最为恰当的配置比例，而在产能依然过剩、实体投资前景尚不明朗之时，作为经济晴雨表的资本市场必将首先受到资金的青睐。而下半年不断加强的通胀预期将促使储蓄资金重新配置，此时股票资产抵御通胀的突出特性则会使其获得更大的配置比例，就近期数据而言，居民存款定价化趋势有所转变，在新增存款中活期存款占比逐步提升，其从一个方面表明居民投资风险偏好的提升。

图 12: 股票资产抗通胀特性显著

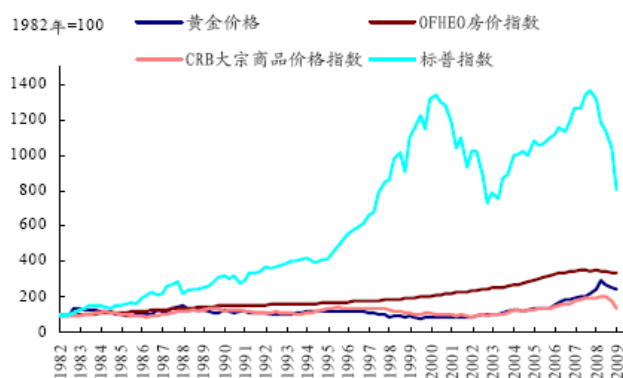
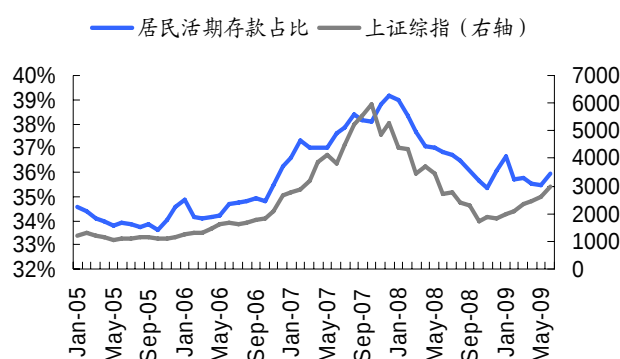
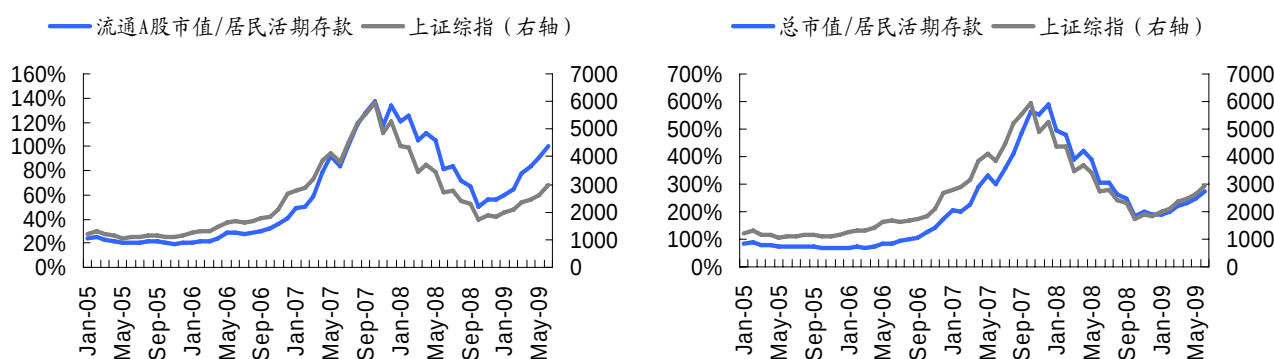


图 13: 居民储蓄呈现活期化趋势



资料来源: bloomberg, Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 14: 市值于居民活期存款比值变动趋势

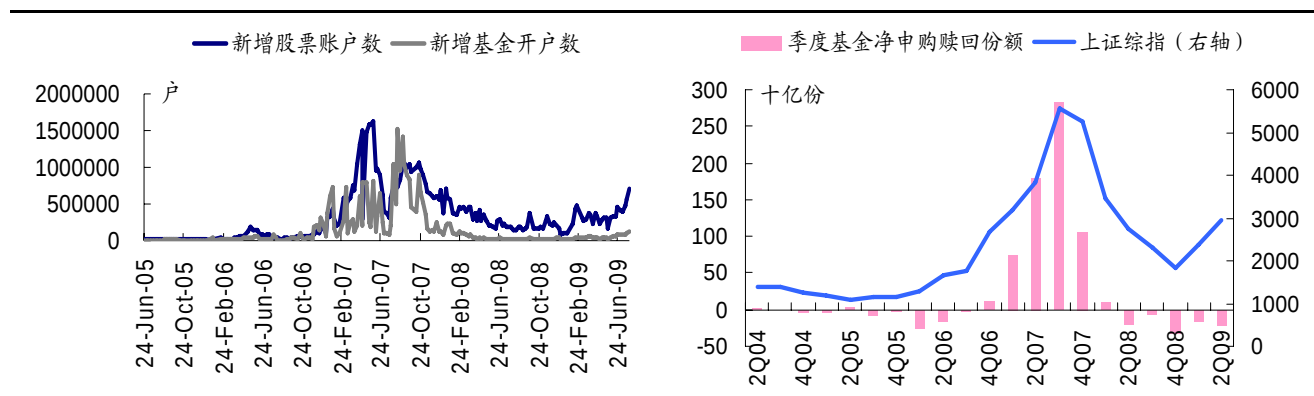


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

就截止 6 月末数据而言，我们发现活期存款占比水平已回升至 06 年末水平，流通 A 股市值/居民活期存款和总市值/居民活期存款的数值则分别达到 07 年 7 月份和 07 年 4 月份的水平；同时新增股票开户数和基金开户数则相当于 07 年 4 月和 06 年底水平，基金季度净申购赎回数据也已与 06 年底相当。从这些数据看来，目前市场的泡沫化程度尚低于 07 年疯狂时水平，但值得我们注意的是，相对于

市场指数，这些数据不仅不具备领先性，而且还滞后于指数的走势，所以无法用于预测市场未来走势。

图 15: 股票及基金开户数逐步回升

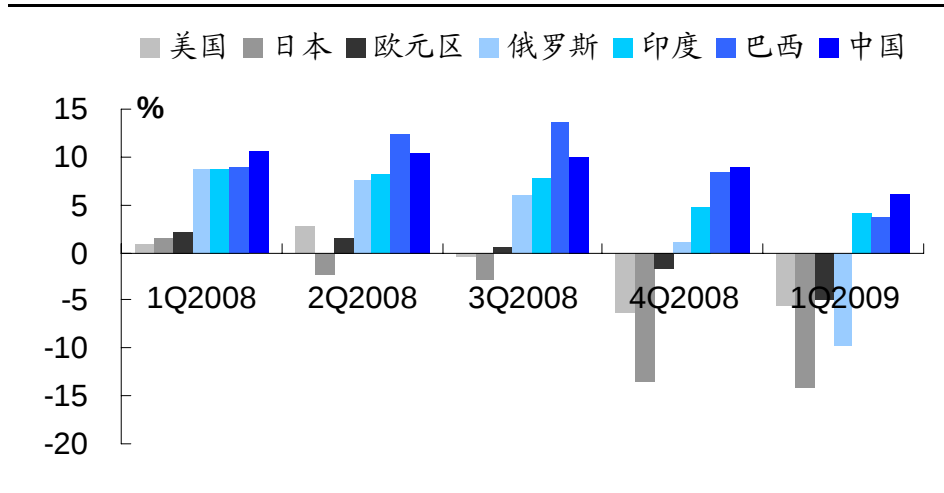


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2.2 中国经济复快速复苏 国际资金青睐备至

进入 09 年后各国经济先后进入对此前刺激政策效果的检验期，就数据展示的情况来看，以金砖四国为主的新兴国家的经济回暖趋势明显好于传统发达国家，其中尤以中国经济的回升速度最为显著，为此资金对于中国经济的青睐直接表现在与此相关的资本市场价格上涨中。由于国内对资本流动的严格管制，使得香港市场中 H 股成为海外资金的首选目标，于是在资金的追捧下 09 年三月末以来 H 股指数涨幅明显超越恒生指数。而就国内数据而言，我们则发现 4 月份开始资金外流的趋势有所扭转并逐步呈现小幅流入（其中我们以扣减 FDI 和贸易顺差后的外汇占款粗略估计外资流向情况）。

图 16: 中国经济回暖趋势显著好于其他主要经济体



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 17: 资金关注中国内地企业推升 H 股股指

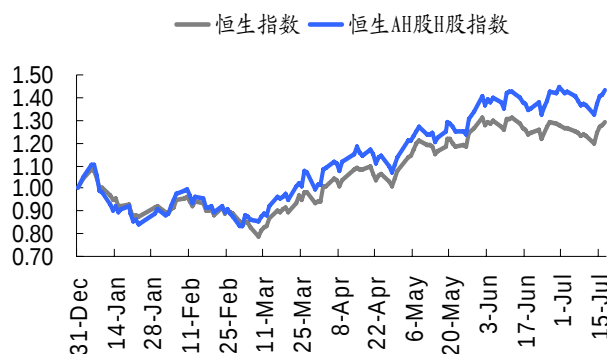
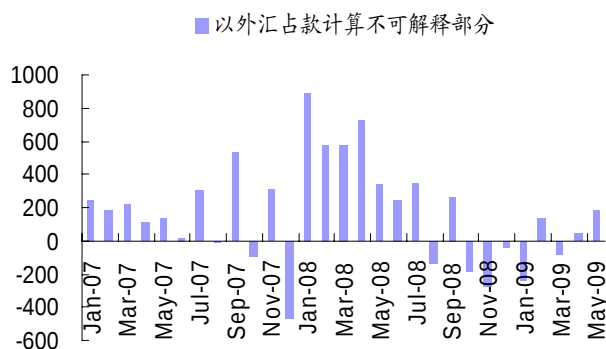


图 18: 外资开始小幅回流中国内地



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3 微调不改政策总体宽松

随着 6 月末有关新增信贷再超万亿的传闻, 央行逐步开始在公开市场中加大对流动性的回收力度, 随之正回购及央票利率逐步抬升, 继而引致银行间市场利率走高, 同时为了延长资金的锁定时间, 央行先后重启 91 日正回购和 1 年期央行票据, 而为了抑制部分银行的放贷冲动央行则再次使用定向央票。对此, 我们认为尚无需对央行政策的微调过分担心, 因为自 6 月月至今管理层在多个场合强调保持积极财政政策和适度宽松货币政策的重要性。在认识到政策环境总体宽松的同时, 我们应当意识到管理层此举的目的是呵护经济复苏, 而并非刺激股市和楼市, 虽然宽松的政策环境的确成为楼市和股市上涨的刺激因素, 于是随着这两个市场泡沫化程度的提升, 管理层相继出台措施以抑制投机行为, 如证监会通过 IPO 提速以加大股票供给, 而银监会则出台贷款人受托支付、严格执行资本充足率规定等方式严控放贷风险。

表 2: 管理层多方表态维持总体政策宽松不动摇

管理层	时间	表 态
国务院	6 月 12 日至 14 日	温家宝总理在湖南考察期间强调, 我们要坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 全面贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划, 并根据形势变化不断丰富和完善。
	7 月 7 日和 9 日	温家宝总理主持经济形势座谈会听取专家企业家等意见时指出, 必须坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 全面贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划, 并根据形势变化, 丰富和完善政策, 及时发现和解决苗头性问题, 进一步增强宏观政策的针对性、有效性和可持续性。
政治局	7 月 23 日	中共中央政治局会议指出, 要继续把促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务, 保持宏观经济政策的连续性和稳定性, 继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
央行	7 月 24 日	央行网站刊文指出, 在长春举行的央行分支行座谈会要求, 继续实施适度宽松的货

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2009 年 8 月份投资策略报告

		币政策 巩固经济企稳回升势头
7 月 28 日		人民银行调查统计司发布的 2009 年二季度宏观经济形势分析报告中指出，下一阶段，应继续保持宏观经济政策的连续性和稳定性，巩固经济企稳回升的基础，促使国民经济平稳较快协调发展。
7 月 29 日		央行网站刊文指出，中国人民银行副行长苏宁在上海市金融形势分析会上再次强调要坚定不移地继续执行适度宽松的货币政策
8 月 5 日		央行二季度货币政策执行报告重申，继续把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，坚定不移地继续实施适度宽松的货币政策。

资料来源：渤海证券研究所

2. 八月份 A 股市场走势判断

在下半年 A 股策略报告《春列仍未到站-在预期验证中前行》中，我们明确提出了“09 年下半年股市将由流动性单一支撑过渡到流动性充裕与经济复苏的双重支持，在适度通胀预期出现的作用下，股指将继续上涨”的观点。7 月中旬统计局公布了上半年 GDP 同比增长 7.1%，其中二季度增长 7.9%，以及央行公布 6 月金融机构新增贷款高达 1.53 万亿元；经济好转与信贷增量的程度均大幅超出了市场预期，而 7 月份市场的走势亦如我们所判断：在经济复苏与流动性充裕的双重推动下股指大幅上涨，7 月份上证综指与深证成指涨幅分别高达 15.3%和 18.19%。

2.1 宏观经济好转趋势持续增强

我们预期 8 月中旬即将公布的 7 月宏观经济数据仍将显示积极趋势。国家电网统计数据，7 月份发电量同比增长 4.21%，较 6 月份的 3.59%高出 0.62 个百分点，延续了正增长态势；宏观研究员测算显示，7 月工业增加值同比增速将超过 6 月份达到 11.6%，固定资产投资同比增速进一步上升到 36.5%，实际消费零售总额增速将继续创出新高；同时由于外部经济衰退幅度收窄，美、欧、日各国 PMI 指数出现反弹，中国 PMI 新出口订单指数 5 月份已升至扩张区间，出口同比增速有望出现趋势性好转，预计同比增速 4 季度有望转正。

图 19: 美、欧、日 PMI 指数反弹

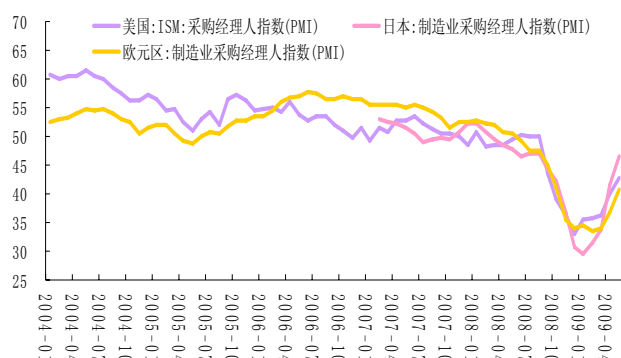
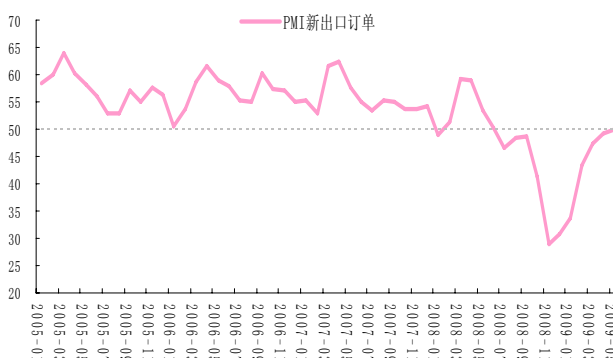


图 20: 中国 PMI 新出口订单指数 5 月升至扩张区间



资料来源：WIND，渤海证券研究所

2.2 流动性充裕格局仍将延续

上半年新增贷款总额创下历史同期最高增量纪录达到 7.37 万亿元，为了防止货币信贷由救急式刺激转变为过度泛滥，预期下半年货币政策将由实际上的“极度宽

松”过渡到真正的“适度宽松”；我们认为，在实体经济出现明确复苏迹象之前，“保增长”的政策基调不会发生方向性变化，这就决定了“适度宽松”货币政策的大方向在未来一段时间内都不会发生改变，只是央行将更加注重运用市场化手段进行动态微调，这一点我们从 7 月 23 日中央政治局会议指示和央行的多次表态与《央行 2 季度货币政策执行报告》中可以得到明确的确认；而且上半年银行新增信贷中长期贷款占比高达 42.06%，主要投向了基础设施建设，基建项目周期较长的特点也强化了信贷惯性。我们宏观研究员预测下半年新增贷款约为 2.3 万亿元，3 季、4 季月均新增信贷分别为 5267、3510 亿元。与此同时，我们认为，热钱的重新流入与通胀预期下居民存款活期化趋势所形成的“储蓄搬家”，将成为信贷激增退潮后流动性充裕的新推手。

图 21：中长期贷款占比比重

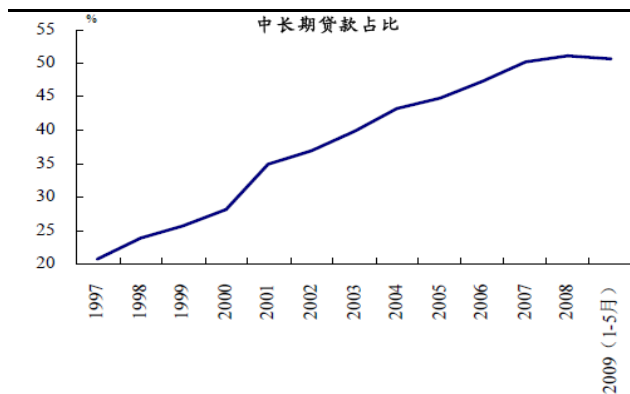
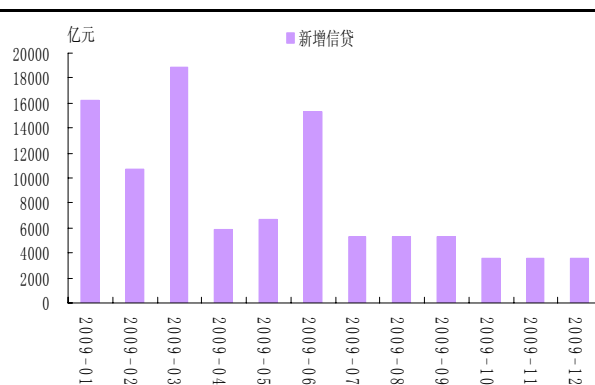


图 22：09 年下半年月均信贷投放规模预估



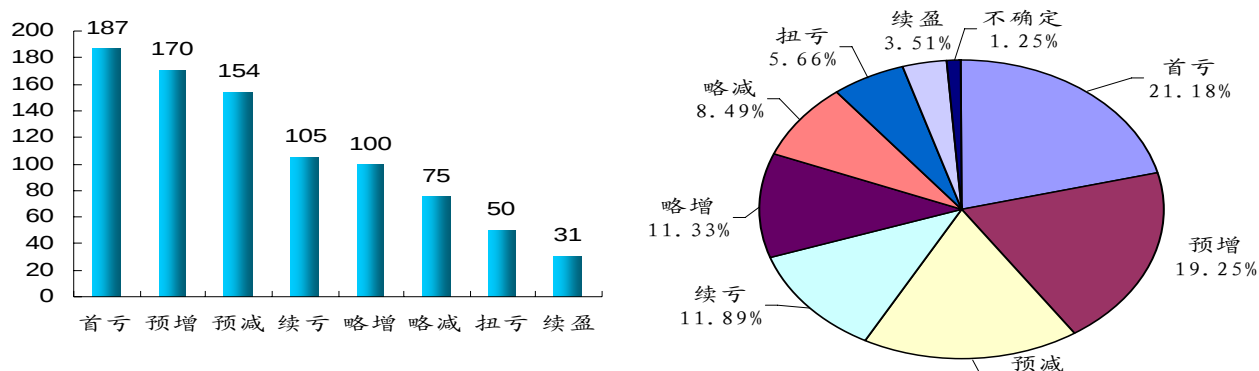
资料来源：WIND，渤海证券研究所

2.3 政策调整与情绪风险可能释放

当前，国家高层一方面要竭尽全力保持经济增长，但另一方面也会尽量控制资产泡沫过大；这对于中国股市特有的“资金推动型政策市”属性而言，隐性政策风险产生的负面冲击在短时期内往往也可能成为股市运行方向的决定性因素。第一，通过 IPO 扩容的力度调节股市上涨的节奏，如果中国建筑 IPO 之后仍然不能减缓股市的持续过热，很可能会加快推动红筹股的回归，或提速国际板的建设；第二，尽管适度宽松的货币政策大方向不变，但严控贷款资金流向，加大监管追查力度等政策的执行也会影响股市短期的资金供给，如近期银监会出台系列规定，包括贷款人受托支付规定、严格执行资本充足率规定、规范“股权回购”的信托投资业务模式等等。另外还有两点值得注意：其一是业绩虽然不是本轮上涨行情的内生性支持动力，但业绩增长将成为市场估值水平高低与否的决定因素，截至 8 月 5 日公布中期业绩出现预增、略增、续盈、扭亏总占比仅为 39.75%；其二是股市

自 09 年以来已经连续 7 个月大幅上涨，畏高情绪早已累积至极限，任何一点关于货币政策等关键因素的负面风吹草动都可能引发巨量获利盘的快速撤退，7 月 29 日股指的大跌就是鲜明的写照。

图 23: 09 年中期业绩预告分类占比



资料来源: WIND, 渤海证券研究所 (注释: 数据统计截止 8 月 5 日)

总体而言，我们认为，只要经济复苏与流动性充裕两大关键因素继续得以保持的情况下，市场中期上涨的大趋势就不会发生改变，但对持续提高的新预期的不断验证过程决定了股市的走势必然是曲折前进。就 8 月份市场而言，7 月份宏观经济数据的积极预期将使股指首先具有进一步冲高的动力，中旬以后在 9 月数据公布验证新的预期之前，将受到监管层政策调整的影响与支配；因此，我们认为 8 月股市将出现宽幅震荡行情。

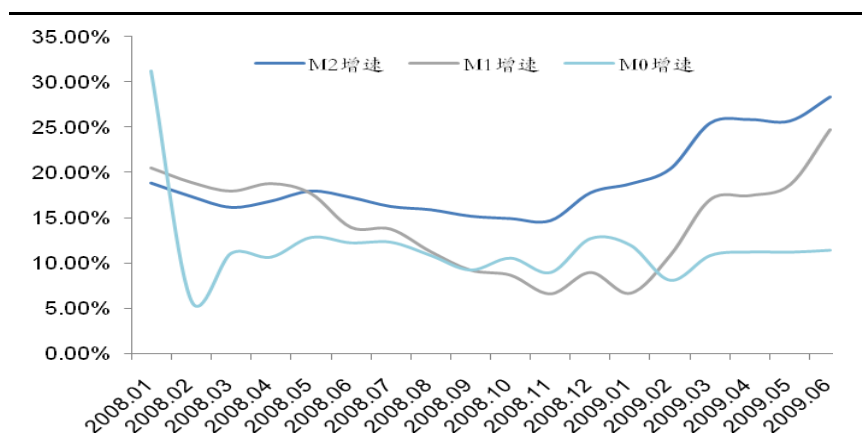
3. 八月份操作策略

8 月份我们将继续抓住流动性充裕与经济复苏两条行情发展的主要脉络进行配置。流动性受益主线，我们中线坚持看好通胀预期对银行与券商等资产类行业所带来的价值重估，特别是光大证券 58.56 倍的发行市盈率，以及上市首日报价将有望提升整体券商板块估值水平；经济复苏主线，我们关注出口复苏最先受益的航运业。同时由于 8 月份股市为宽幅震荡，在调整中兼具防御与补涨要求的商业与医药行业具有较好的机会。

3.1 银行

货币供应量继续大幅增加，M2 和 M1 增速上升，升幅扩大，6 月新增贷款规模大幅上升是导致 M2 增速和升幅上升的主要原因。而 M1 增速的继续上升则反映出企业参与经济的活力在增强，更多的存款表现为活期形式。构成 M1 的活期存款同比增长 28.02%，比上月高 1.11 万亿，占比 82.6%，比上月高 1 个百分点；而现金增加 81.46 亿元，M1 合计较上月增加 1.12 万亿元。从 M1 和 M2 继续回升的增速水平看，流动性充裕的态势并未改变。

图 24: M2 和 M1 增速继续上升



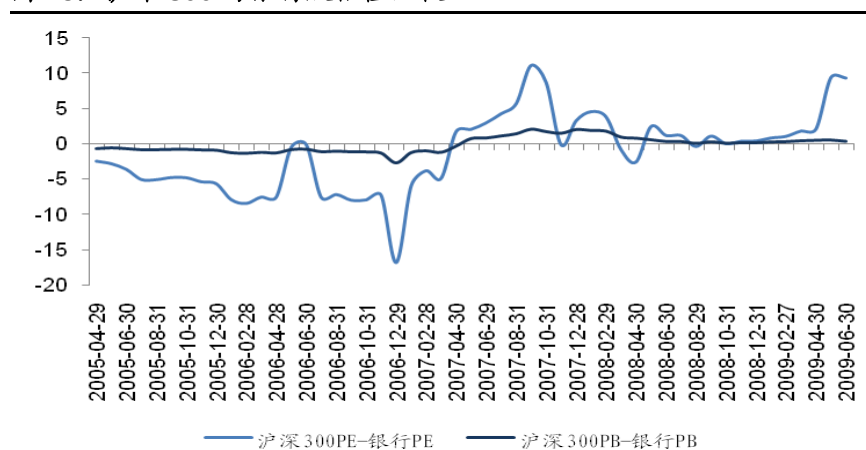
资料来源：中国人民银行，渤海证券研究所

贷款结构有所改善。6 月份新增贷款 1.53 万亿，短期贷款和票据融资占比 33.64%，比上月增加 4.42 个百分点；而中长期贷款占新增贷款比例 64.25%，比上月降低 3.36 个百分点。我们发现 6 月非金融性公司贷款中短期贷款大幅增加，票据融资减少，部分是因为 1 月份的票据到期转换成短期贷款所致，这将有利于银行业改善净息差，而中长期贷款占比的下降，反映出宏观经济“不差钱”背景下高利率的中长期贷款受到冷落，同时也反映出主要服务于政府项目的中长期贷款随着

政府项目的抢占完毕需要另寻出路。

银行板块 6 月的平均 PE 为 16.54X, PB 为 2.94X, 沪深 300 为 25.84X 和 3.31X, 而在 07 年的大牛市中, 沪深 300 的估值一直是高于银行板块的, 所以, 从估值角度, 银行股不具有明显的相对估值优势, 但是估值落差是有显著区别的。在 2007 年 10 月份, 二者估值落差达到最大值 12.8%, 而 09 年 5 月和 6 月, 二者的估值落差达到 41.83% 和 35.99%, 如此大的估值落差必然导致银行板块的补涨要求。

图 25: 沪深 300 与银行股估值比较



资料来源: wind, 渤海证券研究所

投资策略

展望 8 月, 我们认为前期宽松的信贷投放将在实体经济层面有所显现, 重定价基本完成, 净息差压力基本消化, 随着实体经济各项指标的回暖, 银行资产质量风险大为减轻。但是, 货币政策的微调势必冲击银行业生息资产规模上升, 贷款在下半年减速运行无碍上半年天量信贷为银行业贡献利息收入, 整体而言, 我们保守维持银行业 09 年 7.8% 的业绩增长。至于个股, 我们认为大银行的表演基本结束, 三大行下一步的任务是维稳, 或者说是“搭台”, 而表演的主角仍然是中小银行, 投资者长期可继续关注受益于上海国际金融中心建设的交行和浦发银行, 短期建议关注中报业绩可能超预期的招行和北京银行, 同时对受益于出口复苏预期增强, 长三角经济活力重现, 以中小企业立行的宁波银行给予重点关注。

3.2 航运

美国经济复苏超预期

美国第二季度 GDP 年率为 -1%, 环比增加 5 个百分点, 并且超出经济学家 -1.5%

的普遍预期。6 月份新建住宅及现有住宅的销售环比增速分别为 3.6%和 11%，也远超预期。美国经济乃至欧元区等发达经济体的恢复，将使我国的出口复苏提速，有利于航运与港口等相关板块股价的活跃。

集装箱航运价格将继续提升

我们看好集装箱航运的理由有：1.出口的不断好转，将有利于集装箱运需求的不断恢复；2.目前行业已进入传统旺季，随着欧地、美洲航线旺季附加费的征收，运价水平将不断提高；3.运力供给低于预期，从欧地航线的恢复来看，货主维持运价，对运力的封存力度较大，美洲航线的运力供给也在持续改善中。

珠三角港口明显受益

随着出口的不断回暖，一方面将带动集装箱港口吞吐量的增长，另一方面，将通过改变箱量结构，提高平均费率水平；我们认为前期受影响最大的珠三角港口群，在此次回暖中将受益是最大的，包括盐田港和深赤湾。

投资策略

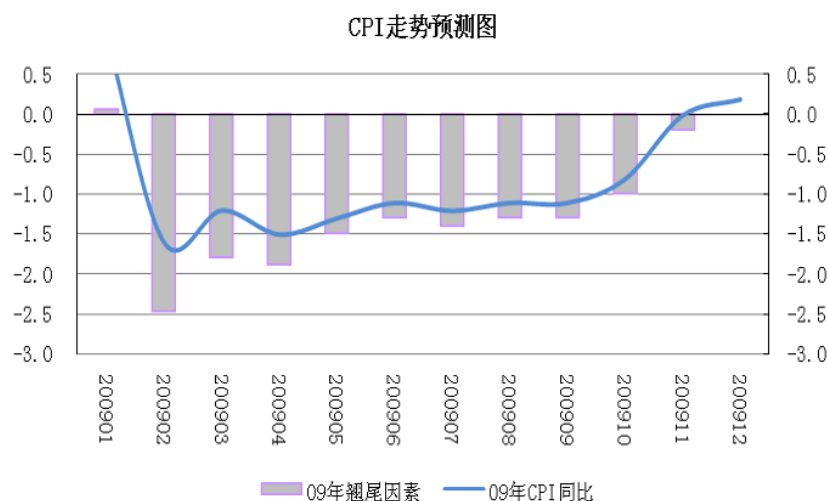
我们维持航运和港口业买入的投资评级，继续推荐集装箱航运业务相关度最大的中海集运和中国远洋。港口行业前期涨幅较少，也建议投资者关注其投资机会，推荐盐田港、深赤湾和天津港。

同时对中远航运 5145 万份欧式认购期权将于 8 月 25 日到期给予关注，其行权价格为 19.26 元，行权比例为 1: 1.01，即 1 份期权的认购价格为 19.07 元，较目前 15 元的 A 股价格尚有 27% 的上升空间。我们认为随着出口的回暖，公司经营将逐步改善，权证行权在即也将为公司股价活跃提供契机，我们对于公司 09-10 年业绩预测分别为 0.40 元和 0.57 元，给予买入的投资评级，目标价为 20 元。

3.3 商业

通胀和经济复苏使行业前景越来越明朗。一方面通胀预期会加大消费者当期消费的动力，另一方面温和的通胀有利于终端消费企业收入的增长。我们判断 CPI 在 09 年 11 月份恢复正增长的确定性很高。由于经济复苏将增强消费者收入和消费信心，从而前期经济下行对消费（特别是高端消费）的抑制将得到缓解。

图 26: CPI 预期将于四季度转正



资料来源：渤海证券研究所

在上半年政府主导投资拉动的经济复苏中，终端消费板块位于受益的末端。整个消费板块上半年涨幅明显落后于股指，相对于整体的溢价率处于较低位置。8 月份股市的调整将为终端消费板块活跃创造条件。看涨的理由主要有：其一，符合事物从投资—制造—消费这样的演变逻辑；其二，下半年有行业基本面好转（复苏、通胀）的支撑，而从近期草根调研结果来看，消费企业的数据相对乐观；其三，二级市场上整体估值水平提升后，终端消费板块的估值存在被动抬升的必然。

百货是业绩弹性大且估值低的品种，明显受益于经济复苏。从年报和一季报企业的数据看，在经济危机最严重的阶段，危机对消费的影响并没有比市场预期的差，实际报出来的业绩很多都有一定程度超预期，特别是优势公司。而现在，感觉消费市场的恢复比预期中要好（这可以从房地产、汽车、家具家电等周期性更强一些的品种看），因此我们更相信：经济复苏、消费抬头。伴随着同比基数降低、企业在 5 月份之后开始实现同店正增长（内生增长）。而复苏迹象明显，也会缩短新店的培育时间，使得新开店的盈利时间比预期中的提前（外延扩张）。09 年全年商业上市公司整体业绩将会出现“前低后高”的情况。

投资策略

由于零售公司同质性较强、我们认为着重选择经历过前期景气度下滑严峻考验，仍能够获得超预期业绩的区域龙头公司，并重点选择估值相对较低的品种，如王府井、鄂武商、合肥百货、欧亚集团；同时关注具备国资整合、资产注入、世博受益等多种题材的上海本地商业优势公司，如百联股份、新世界等。

3.4 医药

我们仍然坚持《09 年下半年医药行业投资策略》的观点。行业层面：09 年下半年，我国医药行业生产、销售有望继续保持较好的发展势头，虽然增速放缓但销售收入增长率将保持在 20% 左右。市场层面：09 年下半年医药板块的整体行情虽难以出现，但优势公司的股价表现将异彩纷呈。主要有以下两点理由：

第一，医药股由于前期滞涨，估值处于 04 年以来的历史地位，很多股票估值洼地已经形成。由于前期市场预期经济复苏，A 股市场在流动性充裕的情况下，随着指标股的推动整体估值快速攀升，但医药板块由于业绩缺乏弹性而整体跑输大盘，目前估值溢价水平处于低位，随着中报密集披露期的到来和对市场下半年流动性是否能够持续的担忧的加剧，医药板块凭借其良好的业绩增长预期对资金的吸引力已经形成，医药股存在补涨要求。

第二，在国务院发布《医疗卫生体制五项重点改革 2009 年的工作安排》后我们预计基本药物目录等 21 项配套方案在三季度将加速陆续出台，无疑将成为医药板块二级市场的催化剂，随着行业发展脉络将日趋清晰，上市公司必将产生分化。市场表现也将出现结构性调整，明确受益的公司将出现补涨行情。

投资策略

依照“成长明确+股价促发因素+业绩超预期”的选股原则，深度挖掘优势医药上市公司。由于在医疗体制改革不断深化的大背景下，医药行业未来的增长前景不容质疑，同时由于行业有其自身的运行规律，对突发的公共卫生事件以及行业政策是比较敏感的。对应在上市公司二级市场的表现也是如此，因此我们的选股原则就是在有明确增长的上市公司中寻找有股价促发因素或者业绩超预期增长的公司作为我们的投资标的。8 月份我们总结出以下两条投资主线：①在事件推动的主题投资机会下关注：中恒集团和羚锐股份；②在医改受益领域投资机会下关注：天士力和国药股份。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 22 5836 2766

石油、石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

基础化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业
研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研
究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研
究
房振明
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研
究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券
理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn