“逐鹿”中游：挖掘震荡整固行情下的受益个股

报告日期：2009 年 8 月 12 日

相关报告：

《后危机时代货币政策走向“路线图”》
2009 年 7 月 27 日

《国有股转持：殊途同归，效果各异》
2009 年 6 月 22 日

《“资产减值与公允价值”掩饰下的光芒》
2009 年 4 月 20 日

《上海故事》
2009 年 4 月 20 日

《流动性反弹、经济见底与投资策略—基于一季度金融数据的分析》
2009 年 4 月 13 日

《服务业将是未来政府投资的重点领域》
2009 年 3 月 12 日

《促增长与经济回落的较量》
2008 年 11 月 27 日

《把握行业利润增长的“拐点”—基于三季报的分析》
2008 年 11 月 3 日

天相宏观及策略组
分析师：朱礼旭
021-58824282-869
首席策略分析师： 仇彦英
021-58824282-816
qiuyy@txsec.com

服务热线
010-66045555
服务邮箱
service@txsec.com

本报告关注点：

- 我们观点：市场下一步有望进入震荡整固行情；
- 通过分析前7月经济特征，提出挖掘震荡整固行情下受益个股的投资策略；

投资要点：

- **宏观经济向好的趋势得以延续，**社会消费平稳增长、城镇固定资产投资快速增长和进出口底部企稳构成了前7月宏观经济继续好转的图景。投资结构不断优化，第三产业投资延续高增长。
- **CPI、PPI持续负增长，适度宽松货币政策近期难以扭转。**我们认为下半年适度宽松的货币政策仍是政府宏观调控政策的主基调，像提高存款准备金率、加息等强烈显示货币政策明显转向的动作需要宏观经济的稳固复苏作为基础。
- **房地产、汽车产销两旺是前7月经济最显著的特征。**前7月房地产销售面积同比增长37%，7月汽车产量增长51.6%，汽车销售增长32%。房地产和汽车作为产业关联度和产业带动作用较强的两大产业，它们的复苏是推动前7月经济复苏的主要动力。另外，今年铁路投资保持126%以上的速度增长，这些说明经济复苏正由政策刺激推动逐渐转向政策与民间支出共同推动。
- **流动性依然充裕，储蓄活化呈现启动迹象。**前7月M1-M2为-2.05个百分点，为今年以来的最低点。虽然7月新增贷款3559亿元，为去年11月以来的最低。但是，7月居民户新增存款为-192亿元，说明储蓄活化迹象开始显现。储蓄活化有望接替新增贷款成为流动性持续充裕的动力。
- **市场进入震荡整固行情。**这一阶段的主要表现为市场涨不高、跌不动。涨不高是因为市场估值达到28倍较高水平，已经而大盘指数的进一步大幅上涨需要宏观经济特别是上市公司的超预期增长为基础才能进一步上涨。跌不动是因为目前宏观经济复苏的趋势依然向好，流动性也整体保持充裕的状态。
- 投资机会。首先，关注受益政府4万亿投资的个股，如工程机械、建材等行业个股。但关注这种机会要主要未来政府政策逐步推出的风险。其次，从房地产销售和汽车产销两旺出发，建议关注中下游行业的房地产、汽车配件、石化、玻璃、钢铁、家电、家具与装潢材料等行业。最后，关注新能源、军工等主题性机会。

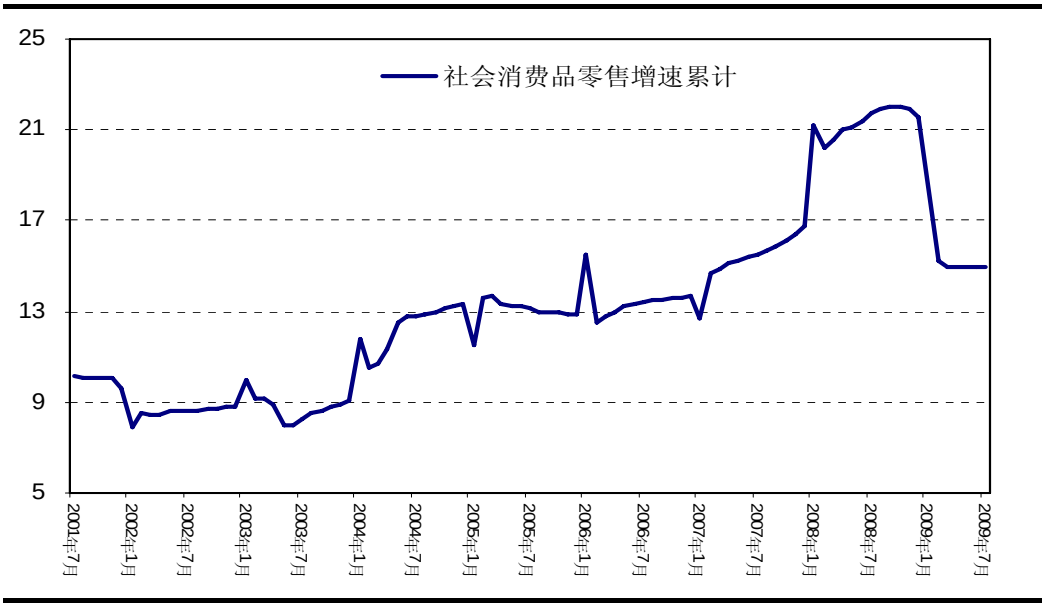
市场自今年三月以来展开了一轮大幅上涨之后，上周二以来大盘连续 5 个交易日的下跌给市场多头泼了几桶冷水，前期涨幅“笑傲”大盘、上涨起来一马当先横扫大盘的有色股成为市场这轮调整的“重灾区”，备受机构投资者一度青睐的银行和地产股在管理层吹起的阵阵“微调”的凉意中风声鹤唳、草木皆兵，纷纷落荒而逃。市场再次走到了一个“十字路口”，市场未来如何演绎复苏期“成长的故事”，未来的投资机会如何把握成为横亘在投资者面前必须跨越的“槛”。随着 11 日统计局以“打包”的方式公布宏观数据，让我们能从中寻找出破解当前市场困局的蛛丝马迹与线索。

1. 宏观经济向好的趋势得以延续

前 7 月，我国宏观经济继续向好的趋势得以延续。社会消费平稳增长、城镇固定资产投资快速增长和进出口底部企稳构成了前 7 月宏观经济继续好转的图景。但从推动宏观经济逐渐复苏的动力来看，政府的作用和角色仍是居功至伟。特别是政府 4 万亿投资推动基础设施投资建设是推动宏观经济持续复苏的关键。政府推动经济增长的影子显著的体现在城镇固定资产投资中。从城投分注册类型来看，国有及国有控股的快速增长是推动城镇固定资产投资高增长的主要动力。因此，前 7 月我国的经济复苏政府烙印的特征非常浓厚。

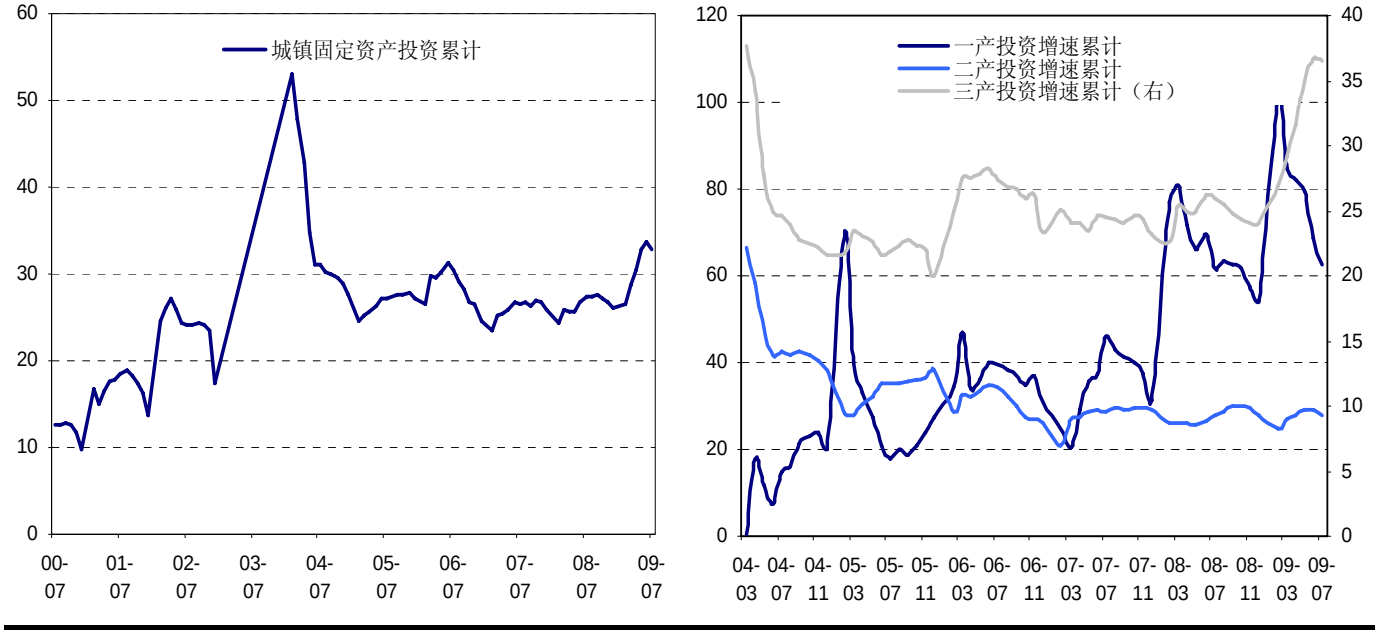
从事关经济能否持续复苏的城镇固定资产投资来看，第三产业投资的高增长是投资结构优化的显著特征。这说明了政府在保增长的这场战役中，将有限集中的资源投入到制约经济增长的基础设施建设中去，而非加大产能供给的第二产业投资。另外，政府高效率推动下的新开工计划投资的高速增长，有望成为城镇固定资产投资持续增长的有利保证。我们可以预期，下半年我国经济仍将持续保持宏观经济持续复苏的趋势。

图表 1：前 7 月社会消费品零售平稳增长



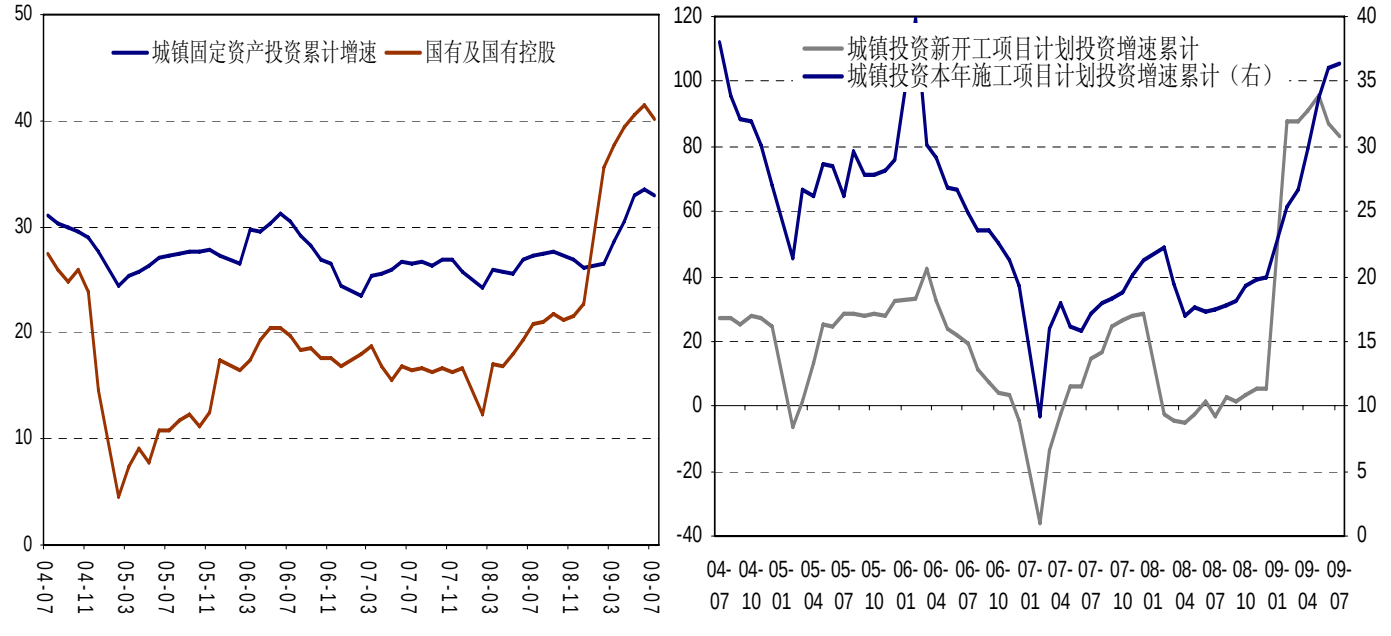
数据来源：国家统计局；天相策略研究

图表 2：城投延续高增长态势，三产投资增长延续强劲势头



数据来源：国家统计局；天相策略研究

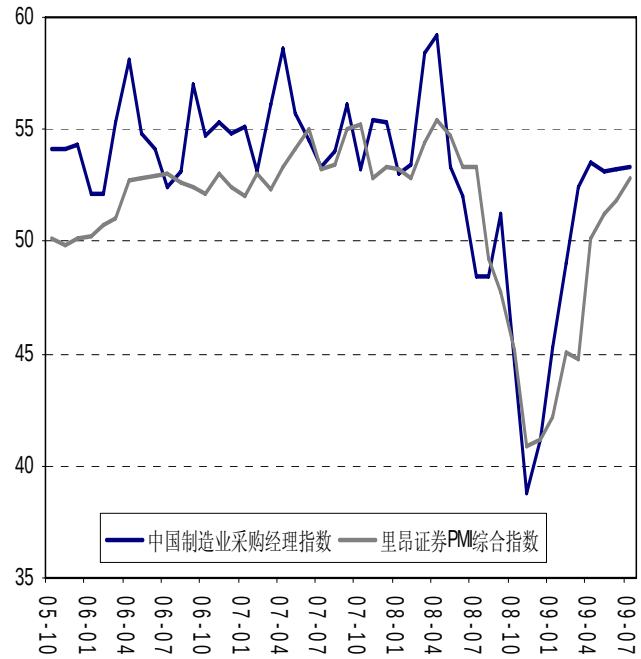
图表 3：国有及国有控股投资高增长是推动城投增长的动力



数据来源：国家统计局；天相策略研究

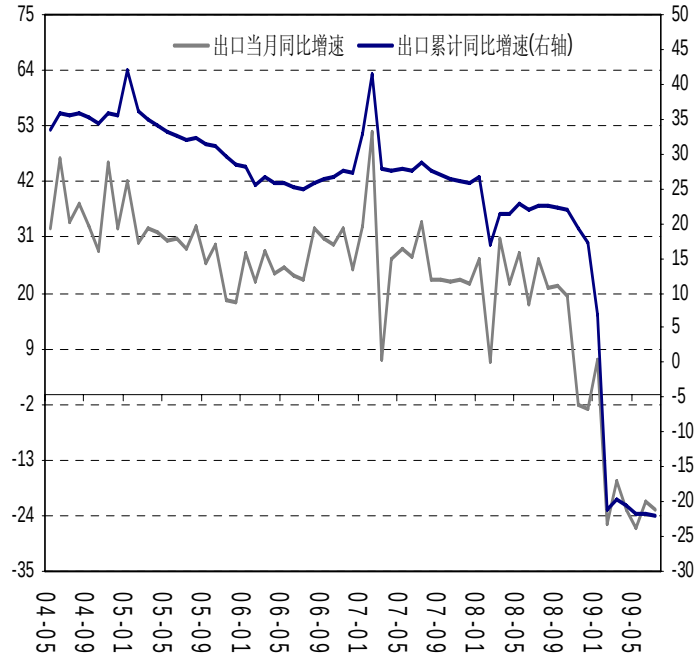
从工业生产来看，在政府 4 万亿投资等中央投资经济刺激政策下，工业生产和制造业景气逐渐提升。官方和里昂证券的 PMI 指数连续 8 个月复苏，说明中央及时下拨的 4 批中央投资对稳定制造业特别是工业运行形势起到了托底的作用。制造业订单的增加和工业景气的逐渐复苏，进而带动工业补充库存等一系列工业生产路径的恢复，成为稳定经济增长和保持经济复苏的关键。

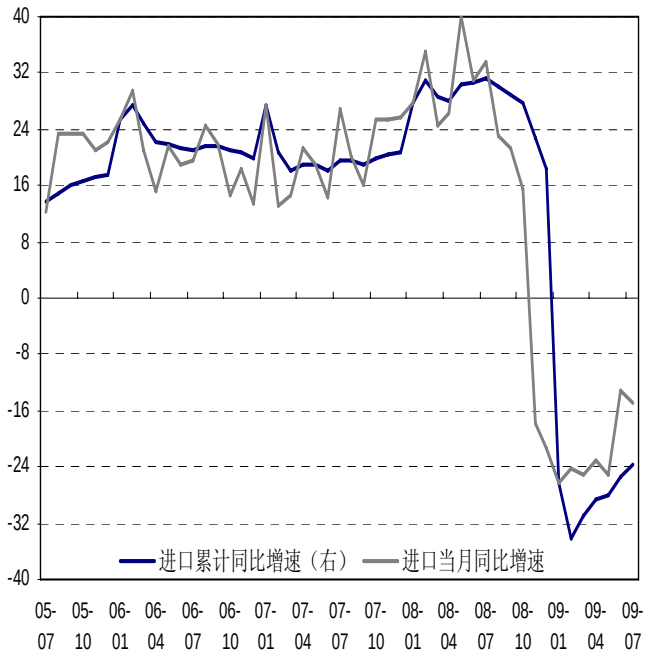
图表 4：工业生产大幅反弹，制造业经济不断提升



数据来源：国家统计局；天相策略研究

图表 5：前 7 月我国进出口呈现逐渐企稳的迹象

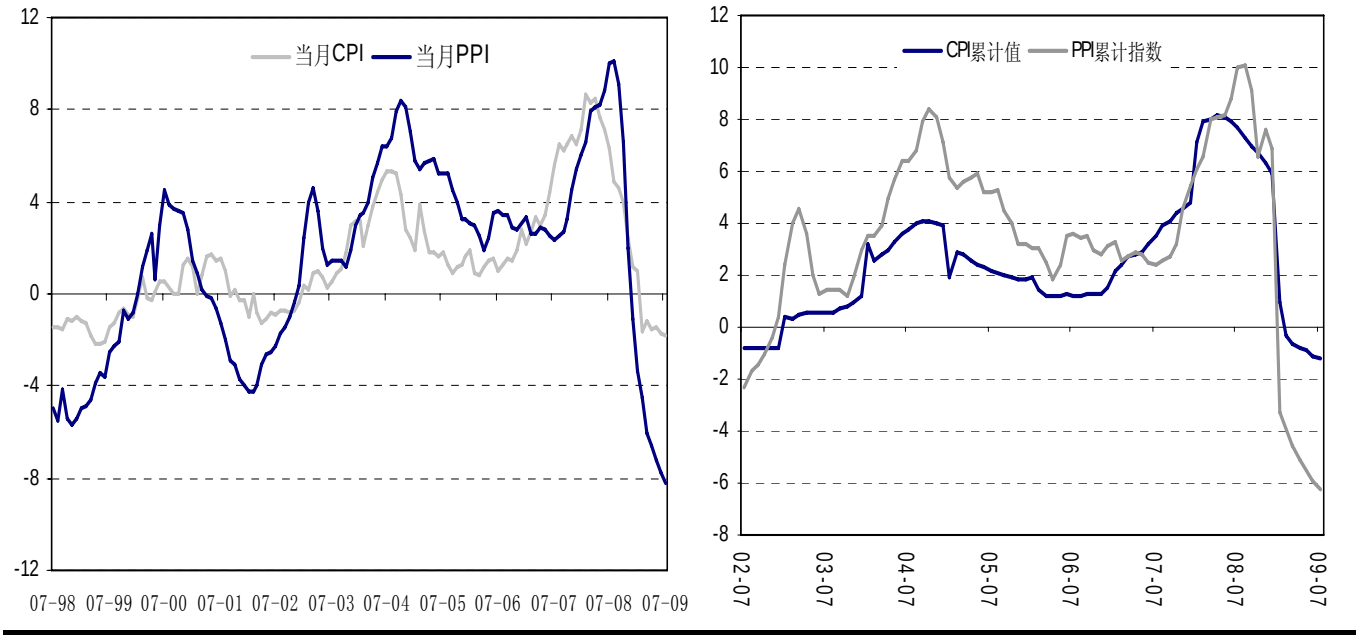




数据来源：国家统计局；天相策略研究

2. CPI、PPI 持续负增长，适度宽松货币政策近期难以扭转

图表 6：物价水平继续下行，当前仍处通货紧缩

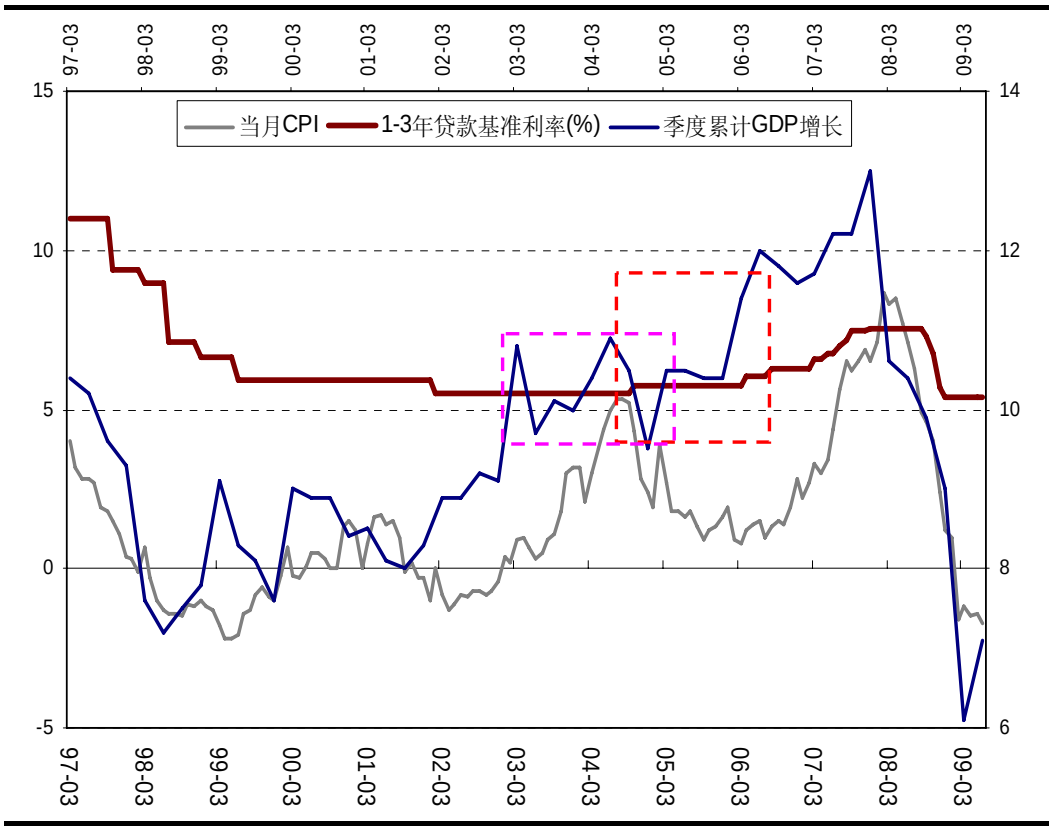


数据来源：国家统计局；天相策略研究

从前 7 月物价水平来看，我们认为，对滞涨或者通货膨胀急剧上升的担忧基本可以消除，除非大宗商品供给面发生严重的供给短缺，如中东地缘政治危机。但这并不妨碍我们对未来通胀预期增强的基本判断。7 月份 CPI 增长-1.8%，PPI 增长-8.2%说明我们如何度过通货紧缩才是当务之急。由于前 7 个月 CPI 很大一部分是被去年的翘尾因素所影响，加上上半年部分大宗商品价格的初步恢复，我们预期下半年物价水平有望保持逐渐收窄的基本运行趋势，在第四季度物价水平有望由负转正。而通胀的温和上升是度过当前通货紧缩的良药，对经济复苏也大有裨益，特别是对经济活动起到润滑剂的作用。随着明年上半年物价水平转入正增长区间，通胀预期有望增强，进而逐渐提高加息预期。

从货币政策的取向来看，我们认为下半年适度宽松的货币政策仍是政府宏观调控政策的主基调，像提高存款准备金率、加息等强烈显示货币政策明显转向的动作需要宏观经济的稳固复苏作为基础。首先，在建国 60 周年即将到来之际，当局保持宏观政策基调不变有利于营造良好和谐的社会氛围。其次，从维护资本市场稳定的角度出发，股市的活跃和市场信心的稳定有利于资本市场融资功能的恢复与正常运转，从而为经济增长和扩大内需提供内生性增长机会。最后，决定货币政策转向或从紧的关键是宏观经济稳固复苏的基础得以确立，从目前来看，无论从市场还是当局的观点来看，离满足这一条件的时间仍然较长。因此，在保持适度宽松货币政策基调不变的情况下，根据经济复苏的程度适度微调货币政策操作，保证充裕的流动性能切实流入到实体经济中去，而不是对虚拟经济特别是银行系统造成较大变动，这将确保经济复苏能沿着正确的轨道上行进，对未来经济的平稳增长非常有利。

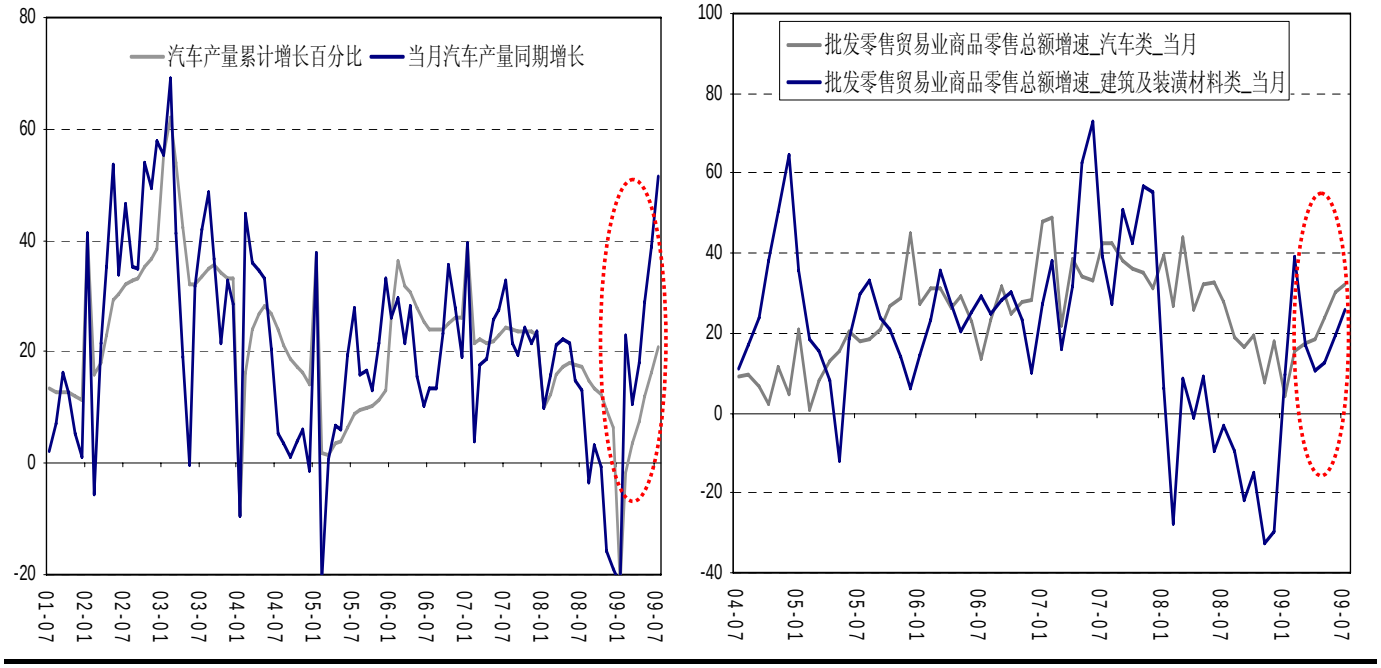
图表 7：亚洲金融危机后最后一次降息与第一次加息



数据来源：央行；国家统计局；天相策略研究：《后危机时代货币政策路线图》

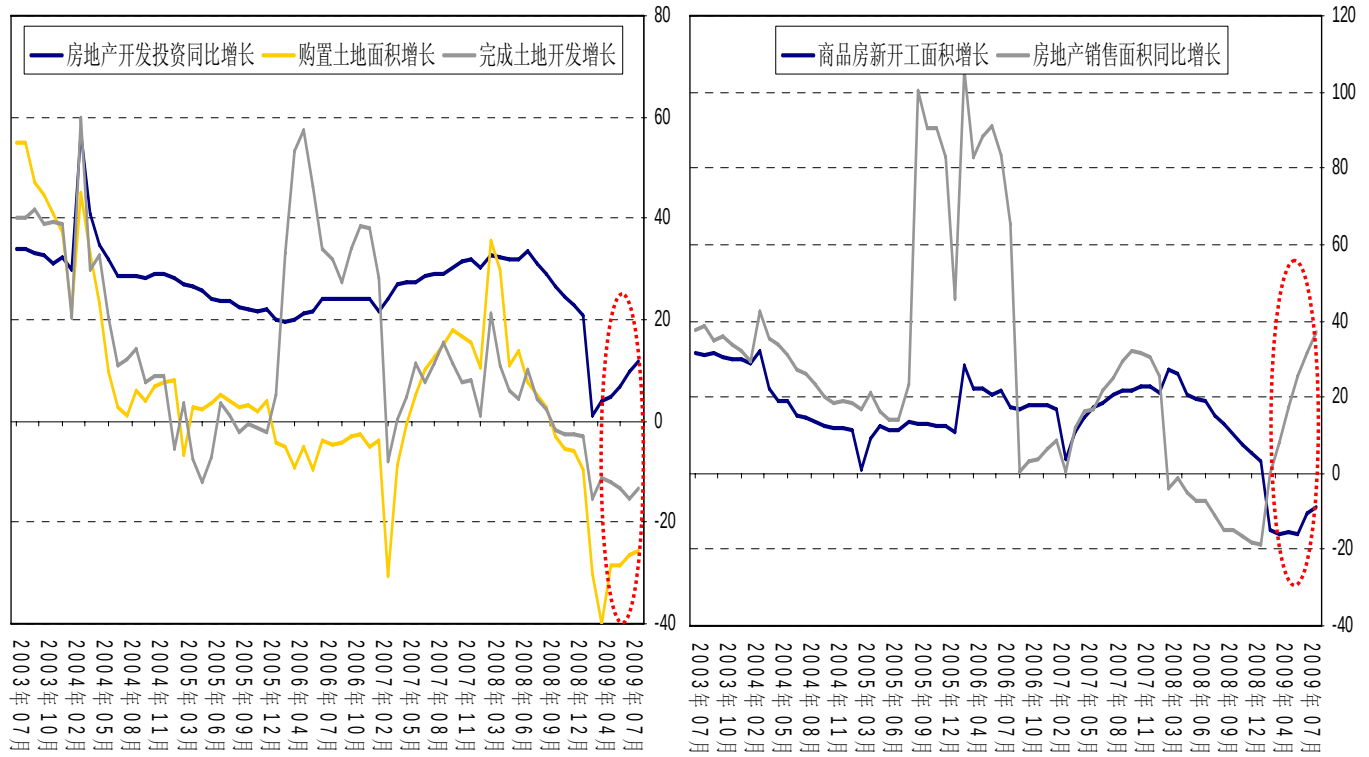
3. 房地产、汽车产销两旺是前 7 月经济最显著的特征

图表 8：前 7 月汽车产销两旺



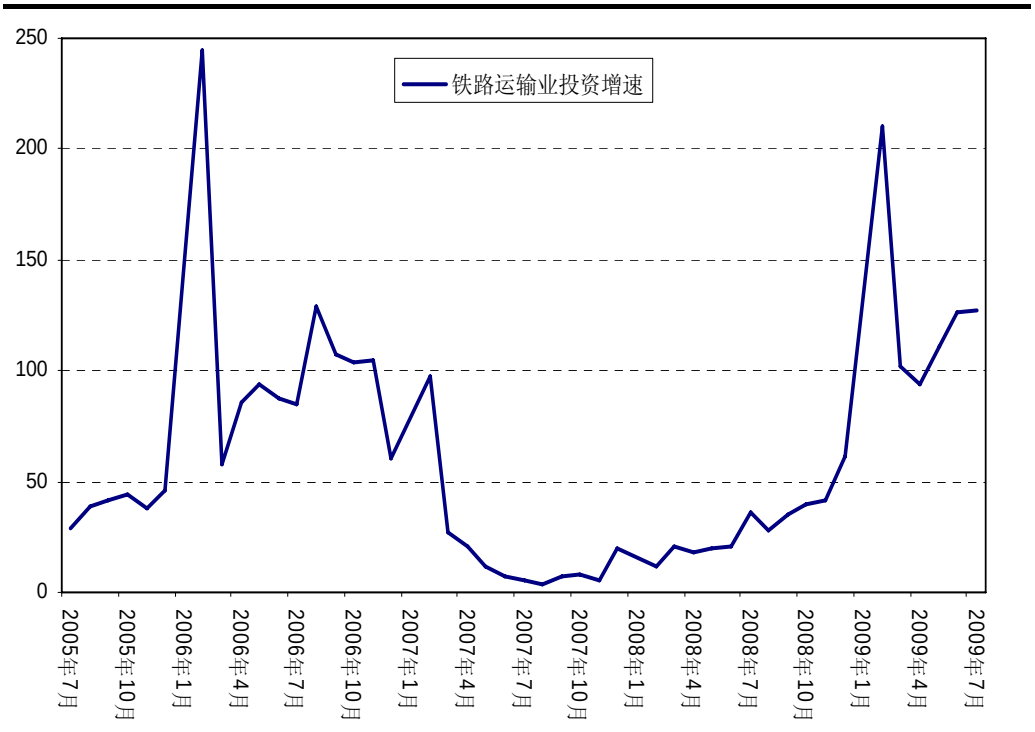
数据来源：国家统计局；天相策略研究

图表 9：房地产开发、销售面积逐渐复苏



数据来源：国家统计局；天相策略研究

图表 10：铁路运输业投资增速



数据来源：国家统计局；天相策略研究

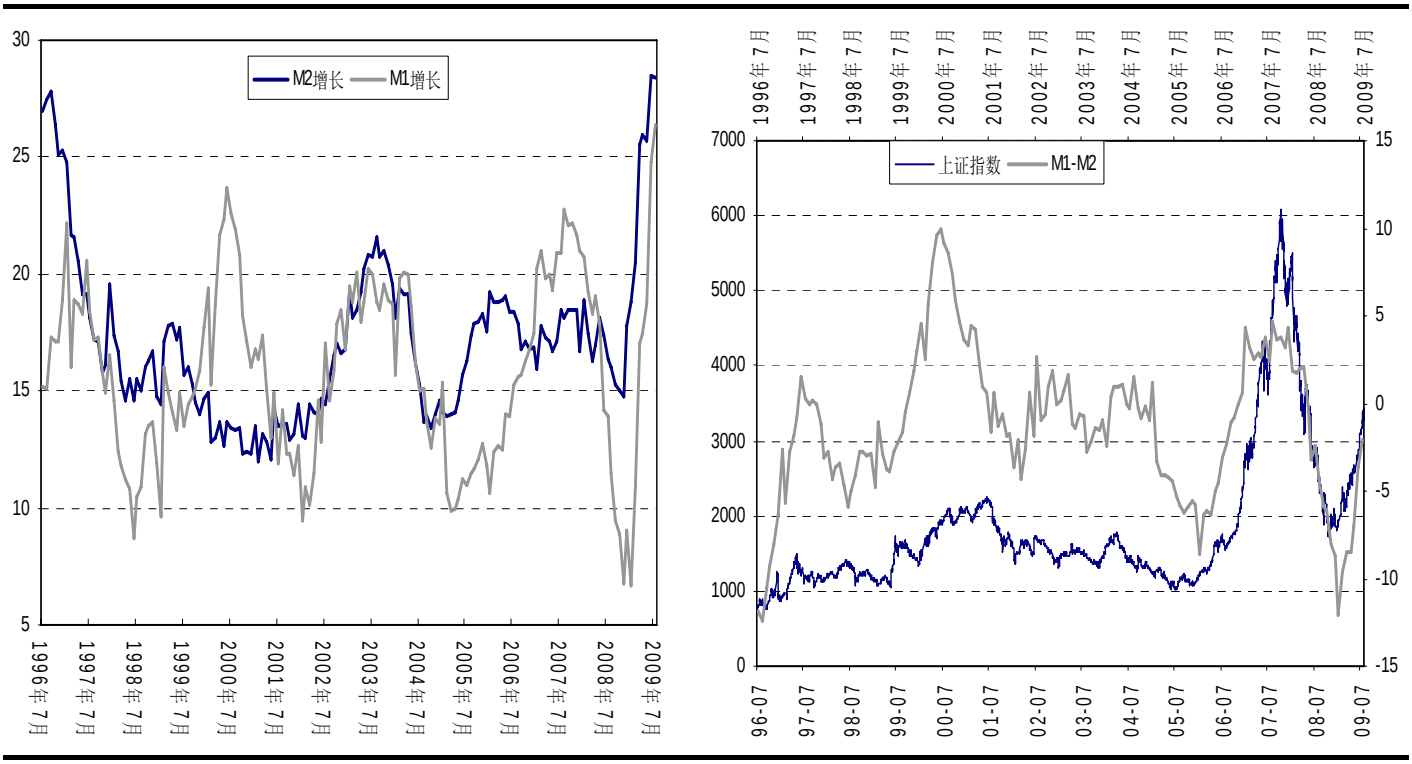
前 7 月实体经济的逐渐复苏，从微观或行业的角度来看，主要源于房地产、汽车和政府基础设施投资特别是铁路投资的复苏。前 7 月房地产销售面积同比增长 37%，7 月汽车产量增长 51.6%，汽车销售增长 32%。前期央行降息和政府对房地产购买、汽车购买等一系列扶持政策的实施，是带动房地产销售和汽车产销两旺的主要原因，从经济主体的角度，可以认为是民间投资或支出的增长。房地产和汽车作为国民经济体系中产业关联度和产业带动作用较强的两大产业，它们的上下游产业涉及工程机械、建材、电解铝、钢铁、家电、家具、化工、石化、汽车配件等行业，它们的复苏是推动前 7 月经济复苏的主要动力，也是中国经济走向真正复苏阶段的最主要动力。

另外，政府刺激经济复苏的政策不仅带动了民间投资和支出的增加，政府还直接投资基础设施，以拉动经济增长。其中，最典型的是铁路建设，今年前 7 月铁路运输业投资保持平均 126%以上的速度增长。铁路基础设施投资的快速增长，带动了工程机械、线材钢铁、建材等行业的需求。最典型的要数华东数控中报业绩大幅增长 108%，就是铁路基础设施投资拉动的直接效果。

综合来看，政府刺激效果的显现和房地产、汽车的复苏，说明推动经济复苏的动力正由前期的政府政策刺激逐渐转向政府政策刺激与民间支出复苏共同驱动。

4. 流动性依然充裕，储蓄活化呈现启动迹象

图表 11：前 7 月流动性充裕是大盘上涨的主要动力

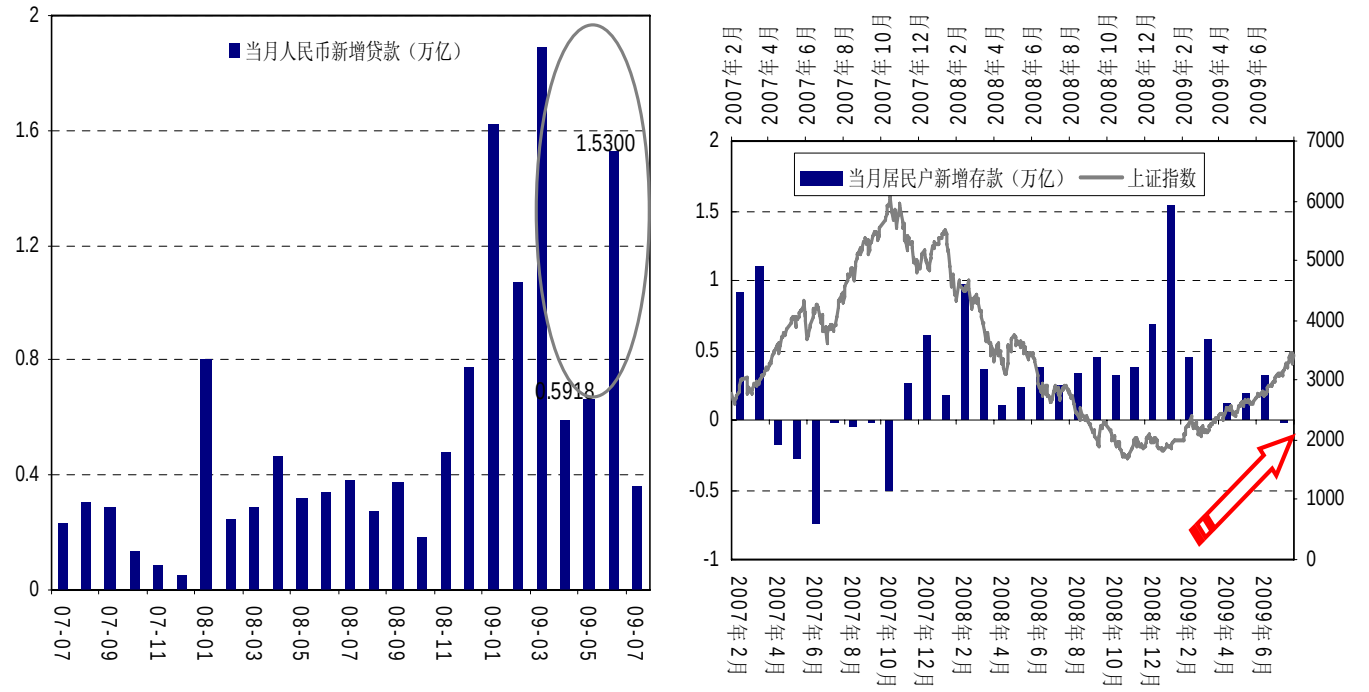


数据来源：央行；天相策略研究

从前 7 月央行的金融数据来看，我国经济体系内的流动性依然保持较为充裕的状

态。前 7 月 M2 同比增长 28.42%，M1 同比增长 26.47%，M1-M2 为-2.05 个百分点，为今年以来的最低点。从流动性创造的来源来看，由于下半年新增贷款将趋于下降，新增贷款对流动性创造的动力有望趋于减弱，特别是 7 月新增贷款 3559 亿元，为去年 11 月以来的最低。但是，在上半年市场整体大幅上涨的背景下，居民入市的热情开始升温，居民储蓄活化成为流动性增加的新动力。7 月居民户新增存款为-192 亿元，说明 7 月随着新基金发行的增多，居民储蓄存款转化为入市资金开始增多，进而有望带给市场流动性新的创造动力。

图表 12：居民户储蓄活化有望接替新增贷款成为流动性充裕的动力



数据来源：央行；天相策略研究

5. 市场进入平衡震荡阶段

随着上半年流动性的释放和经济复苏预期的增强，大盘迎来大幅上涨，上证指数拉出 6 跟阳线，比年初上涨将近 80%，市盈率从年初约 14 倍的 PE 大幅提高的近期的 28 倍 PE。大盘指数的上涨已经比较充分了市场对今年经济复苏的预期。大盘 PE 半年的提高已经将今年经济复苏远远摔在身后。如今，市场进入平衡震荡阶段。

这一阶段的主要表现为市场涨不高、跌不动。涨不高是因为整体市场的估值水平很高，而大盘指数的进一步大幅上涨需要宏观经济特别是上市公司的超预期增长为基础才能进一步上涨。另外，央行前期大量释放的流动性带来通胀预期和未来经济存在过热的风险，这些使得央行在后期的货币政策操作中逐渐转向流动性适度平稳释放，由此带来的市场操作微调在经济复苏并不稳固的情况下会使市场对经济复苏预期有所弱化，甚至波动，导致大盘会出现不稳的情况。跌不动是因为目前宏观经济复苏的

趋势依然向好，流动性也整体保持充裕的状态。

但市场行情未来的演绎需要业绩的不断提升，因为在企业盈利不断提升的同时，估值的优势才有望凸显，进而在资本市场上会表现为投资收益的增加。

6. 投资策略：依据经济复苏驱动力的转换选择投资标的

在经济持续复苏、大盘上涨乏力而处于震荡的背景下，从基本面改善的角度选择超越大盘收益的投资标的应根据经济复苏过程中经济增长动力轮动规律来选择投资标的，在经济轮动的过程中，这些标的有望获得超过市场整体的盈利增速。从经济复苏的过程来看，在未来几年的经济复苏周期内，我们认为将存在三个经济周期的轮动过程，他们分别是政策支出刺激的阶段、政策刺激与民间投资共舞的阶段和民间投资和支出完全主导经济增长的阶段。从前 7 月的数据来看，我们处于第二个阶段。

在第一阶段也就是政策支出刺激的阶段，政府大规模支出是对冲民间投资支出大幅下降的唯一动力。在这一阶段，直接受益政府政策扶持和政府支出的行业有望成为超越市场整体盈利增速的行业，那么投资这些行业就有望获得确定性增长所带来的投资收益。如在去年的第四季度和今年的第一季度，工程机械、建材和家电等受益政策扶持行业都明显超出大盘收益。在这一阶段，由于市场对未来经济复苏存在疑问，除了依据基本面投资外，主体性投资机会如新能源、资产重组等也一度成为市场热点。

第二阶段是政策支出刺激和民间投资共舞的时期。这一时期，由于前期政府出台的政策扶持和直接支出相当程度上稳定了社会预期，民间投资或支出开始复苏，民间投资在推动经济复苏过程中的作用不断提高。也就是我们现在所处的时期。在这一时期，市场的复苏往往超前于实体经济复苏，甚至市场的上涨较大程度上反映了基本面的复苏预期。在这种情况下，充分挖掘盈利快速增长的个股是获取投资收益的关键。在这一时期，有两个主要的选股思路：

首先，关注受益政府 4 万亿投资的个股，如工程机械、建材等行业个股。但关注这种机会要受未来政府政策逐步退出的风险。

其次，关注受益民间支出复苏最大的行业。从前 7 月经济运行的主要特征来看，房地产销售和汽车产销两旺是最突出的特征，从这一角度出发，建议关注中下游行业的房地产、汽车配件、玻璃、家电、家具与装潢材料等行业。具体来看，建议关注中国石化、南玻 A、黔轮胎 A、华域汽车、渝三峡、大亚科技、三一重工等个股。

最后，这一阶段可以关注一些主题性机会，如新能源、军工等主题性机会。

第三个阶段是经济全面复苏的时期。当期盈利的高增长往往会使市场预期盈利进一步高增长，并逐渐进入预期不断提升的时期。在这一时期，由于经济主体的乐观预期，需求的不断扩张带来供给的不断增加。因此，这一时期突出的表现就是上游资源性产品的供需瓶颈增加。在这一时期，上游资源性行业或受益通胀预期的行业如石油、有色、煤炭、银行和地产等行业有望成为这一时期的强势行业。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责申明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室
电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层
电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层
电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座
电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室
电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相 地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C
电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014