



阶段反弹近尾声，低位震荡是本色

宏观策略

2010 年 9 月 A 股投资策略

市场走势



相关报告

《是反弹，不是反转！》
——2010 年 8 月 A 股投资策略

《寻找穿越周期的投资机会》
——2010 年中期 A 股投资策略

《分化持续 越跌越买》
——2010 年 5 月 A 股投资策略

《自细微处见真章》
——2010 年二季度 A 股投资策略

马金良

分析师

SAC 执业证书编号：S0350208080555

桑俊

联系人

(0755)83707385

sangji@ghzq.com.cn

邹璐

联系人

(0755)83702524

zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ **政策放松的梦想短期难以照进现实。**7 月份以来市场持续反弹，市场主要寄期望于经济放缓下的政策松动，核心是期望政府投资加码和信贷放松，但是我们认为结合当前的经济形势来看，短期难觅政策松动的可能。（1）经济增速下滑既是政策刺激效应减弱和“去库存”的效用叠加，也是经济周期初期 GDP 增速低位运行的常态表现，是在宏观调控政策的预期目标内；（2）农产品和食品价格面临上行压力，制约政策放松空间；（3）货币供应量增速持续放缓，但是不意味着流动性拐点出现；（4）一系列新产业促进政策与区域振兴政策，本身即是刺激经济的政策，不必对货币政策再度放松抱过高期望。

■ **市场反弹的性质明显，仍然缺乏反转条件。**

从长期来看，我们认为市场目前尚不具备持续上行的动力，市场流动性尚未形成上行拐点，而企业盈利仍处于历史较高水平，未来趋势性向下的可能性更大。市场还无法形成流动性增加和企业盈利回暖的正反馈效应。

就短期而言，在当前市场大小盘风格演绎至极致的情况下，市场继续上行的动力不足。市场的上行动力要么来自于小盘股的继续上行，结构性估值差距创历史新高；要么来自于大盘股的估值修复，风格轮换。但是，从我们的分析框架来看，这两种可能性都相对较低。结合我们中期对当前经济周期的全面审视，在当前经济结构调整和经济驱动力更替的过渡期，市场再度处于低位震荡的可能性偏大。

■ **投资策略：阶段反弹近尾声，低位震荡是本色**

我们对于市场相对谨慎，认为市场将呈现冲高回落、低位震荡的格局，波动空间为 2400 至 2700 点。今年以来大小盘股的风格轮换始终未能形成，中小板股票更加受市场偏好。考虑到以金融和煤炭石油为代表的大盘股下行空间较低，指数的波动幅度将十分有限。但是我们认为震荡中也会有结构性的机会，从对 CPI-PPI 增速指标的分析来看，下游消费类公司有望显著受益。

建议投资者灵活应对市场调整，尽管投资者目前已经对于新兴产业的前景达成共识而导致这些行业估值高企，但是未来这种结构性估值差异仍将持续。因此，在策略上还建议遵循“积极但不冒进，谨慎但不保守”的原则，择机配置五大重点行业：轨道交通、新消费、新医药、绿色能源和信息网络，尤其关注下游消费类相关行业的结构性机会。

目 录

9 月策略观点	2
市场期望政策成为接力棒，但放松的梦想短期难以照进现实	3
1. 周期前期经济低速增长是常态，在调控政策预期目标内	3
2. 物价水平短期仍将继续上行，但是通胀基本可控	4
3. 货币供应量增速接近央行目标水平，并不意味着向上的拐点出现	5
4. 政策仍将保持中性，结构性政策为主导	5
市场反弹的性质明显，仍然缺乏反转条件	7
1. 市场超跌反弹的性质明显，大小盘风格演绎至极致	7
2. 市场反转缺乏流动性和企业盈利的正反馈	9
3. 国海领先指标多仍处下行区间，拐点并未出现	10
9 月投资策略：阶段反弹近尾声，低位震荡是本色	11
研究所核心 20 股票池	12
专题：CPI-PPI 增速提示下游消费行业的结构性机会	13

9 月策略观点

回顾我们 8 月份对于市场的判断，我们指出市场仅仅是基于政策放松和快速下跌之后的超跌反弹。我们在中期策略中的分析框架和投资思路也都符合市场趋势，所推荐的代表新周期驱动力的行业得到市场共识，反弹以来录得了较多的绝对收益。

对于 9 月份的证券市场走势，当前市场分歧较大。但是就长期而言，从流动性和企业盈利趋势的关键点出发，我们目前还看不到市场的趋势性反转。就短期而言，当前市场风格特征趋于极值，结构性估值差异明显，中小盘股票继续上行的压力较大。

从长期来看，我们认为市场目前尚不具备持续上行的动力，市场流动性尚未形成上行拐点，而企业盈利仍处于历史较高水平，未来趋势性向下的可能性更大。市场还无法形成流动性增加和企业盈利回暖的正反馈效应。

就短期而言，在当前市场大小盘风格演绎至极致的情况下，市场的上行动力要么来自于小盘股的继续上行，结构性估值差距创历史新高，要么来自于大盘股的估值修复，风格轮换。但是，从我们的分析框架来看，这两种可能性都相对较低。大盘蓝筹股短期很难出现大幅上行的驱动力，最根本的原因在于短期政策放松的预期难以实现。我们维持中期以来对于宏观经济的看法，主要认为当前宏观数据所体现出来的经济趋势性回落是预期之内的。另外考虑到房地产行业交织状态以及食品价格上行的压力，我们认为短期货币政策再度放松的梦想难以照进现实。但是政府的结构性政策一直在持续，这已经是政府“救市政策”的一部分。小盘股估值压力显现，10 月份创业板小非解禁或是分水岭。当前市场大小盘风格演绎趋于极值，中小板指数接近历史高点，从我们对于企业盈利未来将从高位回落的趋势来看，中小板估值压力明显。

我们认为当前市场仍然符合我们中期的分析框架，在经济结构调整和经济驱动力更替的过渡期，市场的低位运行是或是常态。

我们对于市场相对谨慎，认为市场将呈现高位回落、低位震荡的格局，波动空间为 2400 至 2700 点，但是市场仍然存在结构性的机会。今年以来大小盘股的风格轮换始终未能形成，中小板股票更加受市场偏好。考虑到以金融和煤炭石油为代表的大盘股下行空间较低，指数的波动幅度不大。但是我们认为震荡中也会有结构性的机会，从对 CPI-PPI 增速指标的分析来看，下游消费类公司有望显著受益。

建议投资者灵活应对市场调整，尽管投资者目前已经对于新兴产业的前景达成共识而导致这些行业估值高企，但是未来这种结构性估值差异仍将持续。因此，在策略上还建议遵循“积极但不冒进，谨慎但不保守”的原则，择机配置五大重点行业：轨道交通、新消费、新医药、绿色能源和信息网络。

市场期望政策成为接力棒，但放松的梦想短期难以照进现实

宏观数据的结果仍然在我们对于经济周期分析的趋势，经济持续下滑已在预期之中。绝大部分数据并无新意：工业增加值、固定资产投资增速持续下滑；食品价格上涨推动通胀维持高位；流动性增速持续放缓。值得注意的是进口超预期下行，但是这暂不影响我们的短期判断。

7月份以来市场持续反弹，投资者主要寄期望于经济放缓下的政策松动，核心是期望政府投资加码和信贷放松，**但是我们认为结合当前的经济形势来看，短期难觅政策松动的可能，尤其是货币政策放松的可能性更低。**

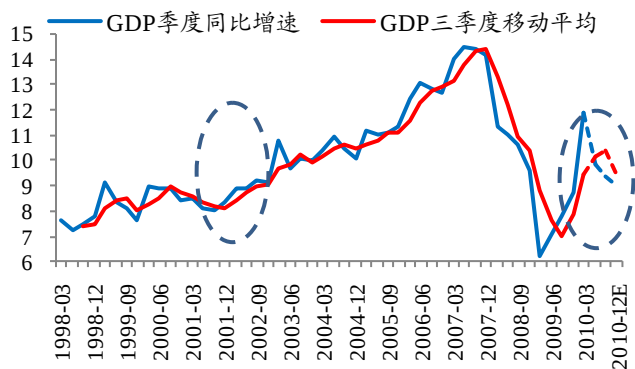
1. 周期前期经济低速增长是常态，在调控政策预期目标内

从我们分析经济周期的大框架出发，由于新兴产业在政策推动下的稳步成长与旧周期产业的不断出清，宏观经济能自发地保持平稳增长，由此带来的产业结构调整更加符合新周期的特征。对应当前中国经济增长的阶段，我们认为经济增速重回低位是一个周期前期的常态，并不意味着经济“二次探底”。

经济下滑来源于政策刺激效应减弱和“去库存”的效用叠加。政策紧缩的效果自二季度开始显现，反映国内需求的固定资产投资、消费、进口增速纷纷回落。同时，国内企业在需求放缓的同时，迎来新一轮的“去库存”过程，PMI产成品库存指数开始从高位回落。国内需求的回落加上企业主动的库存缩减形成典型的效用叠加。

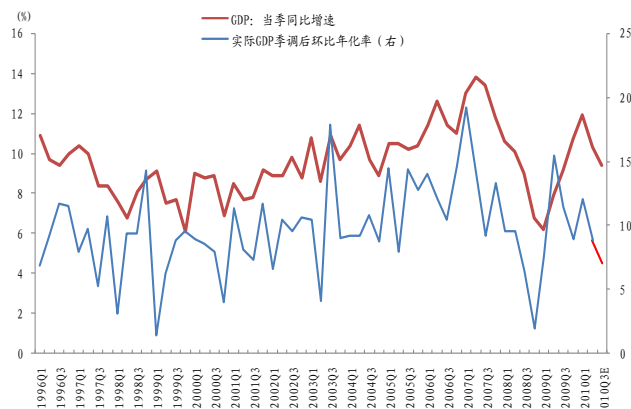
经济增速放缓在三季度仍将持续，经济短期难以快速反弹。在7月份的宏观数据中，我们还观测到房地产投资增速同比仍然维持高位，如果考虑到当前房地产成交量回升以及潜在的保障房投资的回升，这些将在一定程度上遏制经济下滑的趋势。我们预计三季度GDP同比增速为9.4%，而GDP环比折年率也将从二季度的8.8%继续回落至7%左右。

图表 1 经济周期前期经济增速维持较低水平



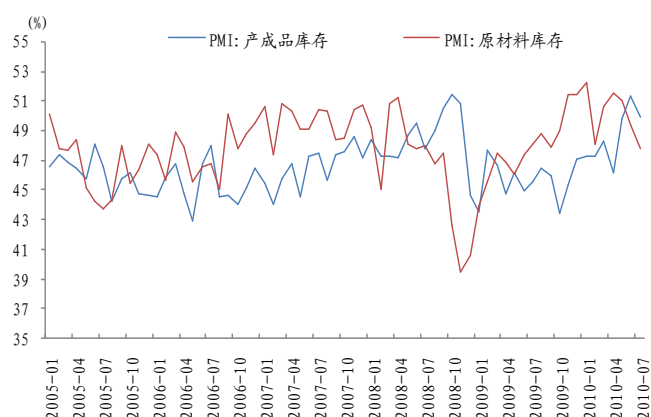
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 2 GDP 同比增速及环比折年率预计都将继续下滑



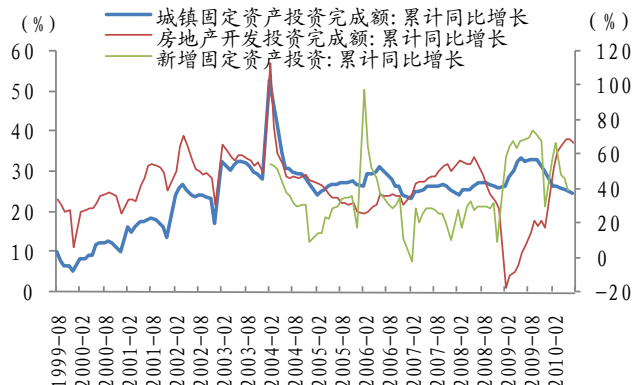
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 3 中国亦面临去库存



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 4 7 月份城镇固定资产投资增速延续回落态势

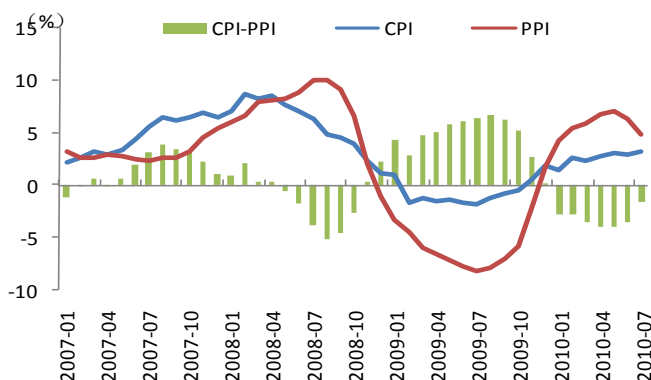


资料来源: WIND、国海证券研究所

2. 物价水平短期仍将继续上行, 但是通胀基本可控

今年夏季以来洪灾频发, 食品价格不断上行, 商务部农产品价格指数已经连续八周上涨。食品将成为短期通胀上行的主要压力。我们认为未来几个月内 CPI 仍有望继续回升, 8 月份 CPI 可能达到 3.4%, 创出新高。如果考虑翘尾因素, 四季度 CPI 可能会有所放缓, 会略低于 3%。考虑到央行对于此前巨额信贷投放的相对谨慎以及当前经济下行的趋势, 我们认为基于 CPI 的通胀可控。

图表 5 6 月份 CPI、PPI 同比增速均有所回落



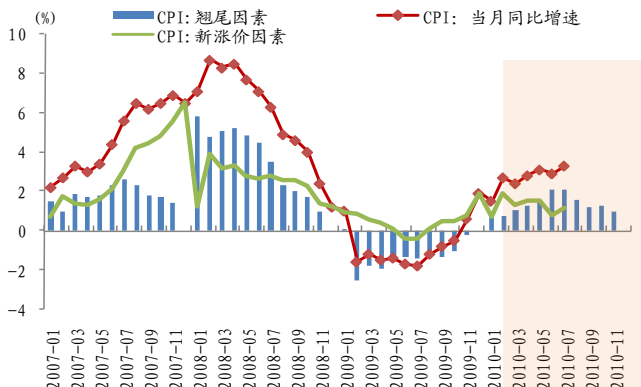
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 6 食用农产品价格 6 月份较快回落后 7 月份有所回升



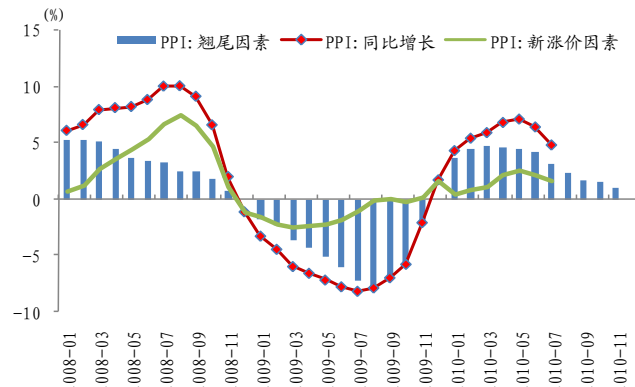
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 7 CPI 同比增速及翘尾因素走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 8 PPI 同比增速及翘尾因素走势

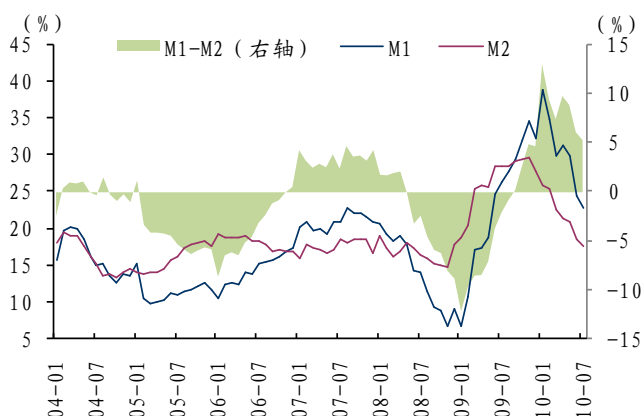


资料来源: WIND、国海证券研究所

3. 货币供应量增速接近央行目标水平，并不意味着向上的拐点出现

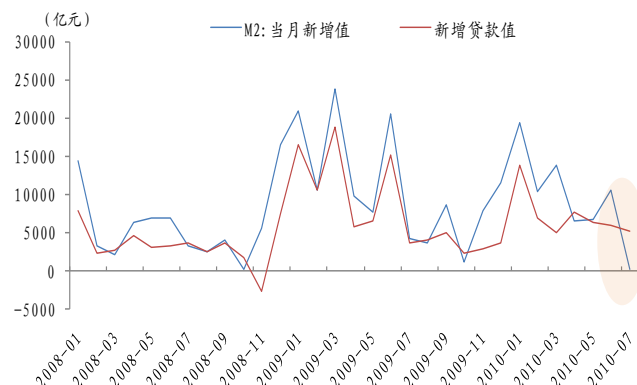
货币供应量是我们观测的重要指标之一。M2 新增值在 7 月份继续回落，基本上下行至央行的目标区域，但我们认为这并不意味着央行流动性将再度宽松。考虑到 M2 增量与新增信贷和外汇占款具有很强的相关性，如果考虑到未来包括贸易顺差在内的国外资产净流入的趋势放缓，以及央行 7.5 万亿的信贷目标，货币供应量很难出现向上拐点。

图表 9 7 月份 M1、M2 继续回落，M1-M2 也继续下滑



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 10 7 月份 M2 新增值回落迅速



资料来源：WIND、国海证券研究所

4. 政策仍将保持中性，结构性政策为主导

经济放缓是果，还不成为因。二季度 GDP 增速下行趋势明显，但是对于管理层而言，我们已经从不同的层面被告知，经济增速放缓是宏观经济调控的作用结果。尽管一系列宏观数据增速在下滑，但是我们计算的 GDP 环比折年率仍然在较高的水平，因此经济放缓短期难以成为政策再度全面松动的触发点。

未来政策将保持中性，结构性政策或成主流。尽管 5 月份相对严厉的房地产政策出台，但是其后仍然有陆续的产业和区域振兴规模颁布，由此来看，管理层“有保有压”的政策倾向性还是非常明显。**政策压力仍然集中于房地产的焦灼态势以及潜在的通胀预期，这也是我们预计货币政策放松可能性低的原因，但压力下的政策结构性特征依然明确。**这种“中性”的政策仍将以落后产能的逐步淘汰和出清、以新兴产业和区域经济的推进和倾斜为主导，这已经是政府“二次救市”的一部分。

图表 11 政府区域振兴规划陆续出台

推出时间	区域振兴计划	受惠地区
2007/12/1	《长株潭、武汉“两型社会”改革试验区》	湖北、湖南
2008/1/1	《广西北部湾经济区发展规划》	广西
2008/3/1	《天津滨海新区综合配套改革试验总体方案》	天津
2008/12/1	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》	广东
2009/1/26	《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》	重庆
2009/3/25	《上海建设国际金融与航运中心》	上海
2009/5/14	《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	福建
2009/5/21	《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》	四川
2009/6/10	《江苏沿海地区发展规划》	江苏
2009/6/24	《横琴岛总体发展规划》	广东
2009/6/25	《关中—天水经济区发展规划》	甘肃、陕西
2009/7/1	《辽宁沿海经济带发展规划》	辽宁
2009/8/30	《中国图们江区域合作开发规划纲要》	吉林
2009/9/23	《促进中部地区崛起规划》	中部六省
2009/12/1	《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》	山东
2009/12/12	《鄱阳湖生态经济区规划》	江西
2009/12/24	《甘肃省循环经济总体规划》	甘肃
2009/12/31	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	海南
2010/1/12	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	安徽
2010/3/19	《青海省柴达木循环经济试验区总体规划》	青海
2010/6/1	《重庆两江新区》	重庆
2010/6/22	《国家发展改革委关于印发长江三角洲地区区域规划的通知》	长江三角洲地区（上海、江苏、浙江）
正在制定尚未出台的规划	《西藏区域经济发展规划》	西藏
	《新疆区域经济发展规划》	新疆
	《成渝经济区区域规划》	四川、重庆

资料来源：Wind、国海证券研究所

图表 12 政府新兴产业规划陆续出台

时间	战略性新兴产业政策
节能减排	2010年5月6日，国务院下发了《关于进一步加大力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》，通知中明确指出各地均要对照节能减排目标进行考核，层层落实，对未完成目标地区进行责任追究。
新兴信息产业	2010年6月2日，财政部、国家发展改革委联合出台《关于印发节能产品惠民工程高效电机推广实施细则的通知》，决定将高效电机纳入节能产品惠民工程实施范围，采取财政补贴方式进行推广。
新能源汽车	2010年6月24日，三网融合试点方案获得通过。根据领导小组的实施意见，该方案将在6月15日之前向各地征集试点城市实施方案，在6月28日开始实施。三网融合的推进将有利于打通我国广电传媒行业的产业链。
生物产业	2010年6月2日，财政部、科技部、工业和信息化部、国家发展改革委联合出台《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》（以下简称《通知》），确定在上海、长春、深圳、杭州、合肥等5个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作。
	2009年6月5日，国务院办公厅对外公布了《促进生物产业加快发展若干政策》（简称《生物产业政策》）全文，《生物产业政策》围绕促进生物产业加快发展，提出了包括加大财税政策支持力度、积极拓宽融资渠道等一系列政策措施。
	2010年4月山东省出台的《关于促进新医药产业加快发展的若干政策》提出，今后将重点发展生物制药、海洋药物、化学药品、现代中药、医疗器械等领域。

资料来源：Wind、国海证券研究所

市场反弹的性质明显，仍然缺乏反转条件

从长期来看，我们认为市场目前尚不具备持续上行的动力，市场流动性尚未形成上行拐点，而企业盈利仍处于历史较高水平，未来趋势性向下的可能性更大。市场还无法形成流动性增加和企业盈利回暖的正反馈效应。

就短期而言，在当前市场大小盘风格演绎至极致的情况下，市场继续上行的动力不足。我们认为中小盘股票估值压力较大，市场可能会再度回归低位震荡的可能性偏大。

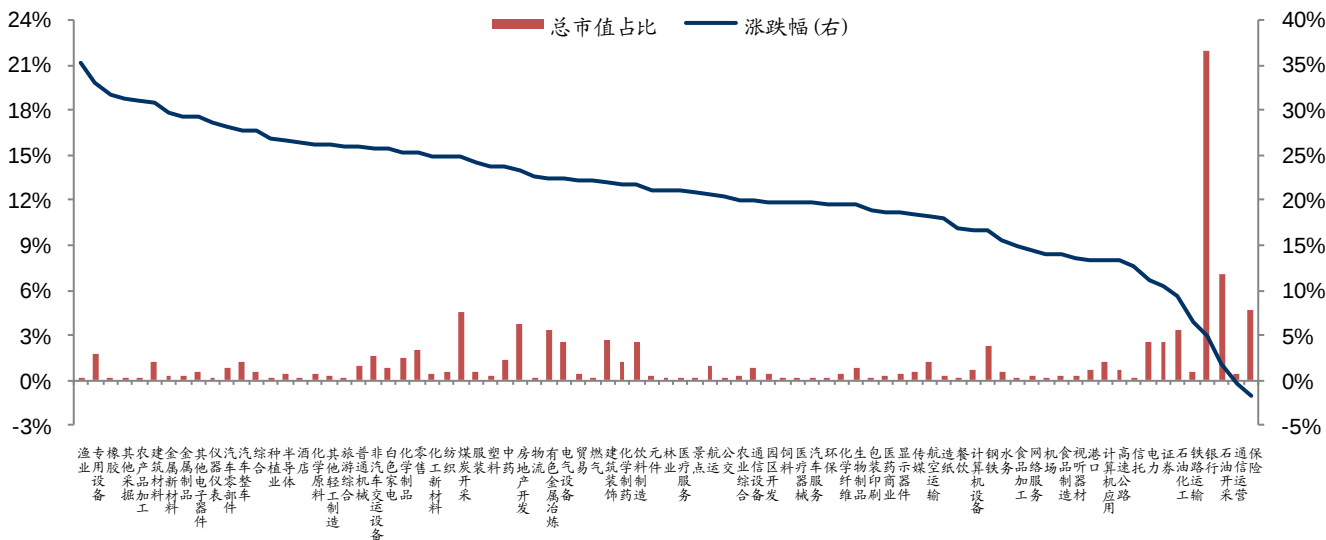
1. 市场超跌反弹的性质明显，大小盘风格演绎至极致

尽管我们从新一轮经济周期的驱动力出发所看好的新消费、节能减排、新医药、新技术等相关行业在市场得到共识，涨幅居前。但是从当前市场的结构来看，大盘蓝筹股仍然位于市场低位，但是中小板指数接近历史新高。风格轮换在政策松动下未能实现，反而是资金对非周期股、小盘股和概念股的追逐更加明确。电子元器件、餐饮旅游和农业牧渔等行业估值纷纷接近 1664 年以来的高点。由此不难看出，市场短期超跌反弹的性质十分确定，行情特征决定市场缺乏继续上行的驱动力。

大盘蓝筹股短期很难出现大幅上行的驱动力，最根本的原因在于短期政策放松的预期难以实现。考虑到房地产行业焦灼状态以及食品价格上涨的压力，大盘蓝筹上涨缺乏有力的政策环境。

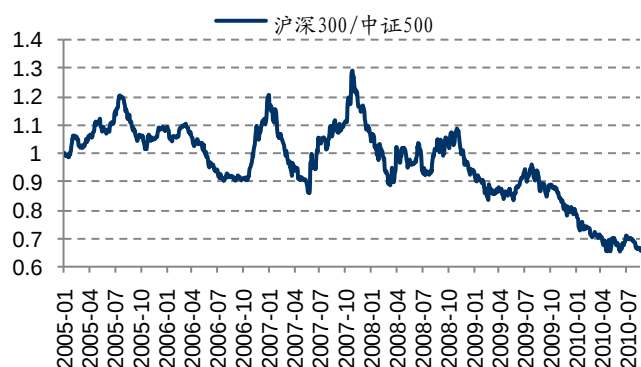
小盘股估值压力显现，10月份创业板小非解禁或是分水岭。当前市场大小盘风格演绎趋于极致，中小板指数接近历史高点，借助于我们对于企业盈利未来将高位回落的趋势来看，企业盈利的下滑尚未反映在市场预期之内，中小市值股票估值压力增大。

图表 13 7月初以来市场反弹格局：蓝筹位于低位，小盘股涨幅居前



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表 14 市场风格已经被演绎到极值



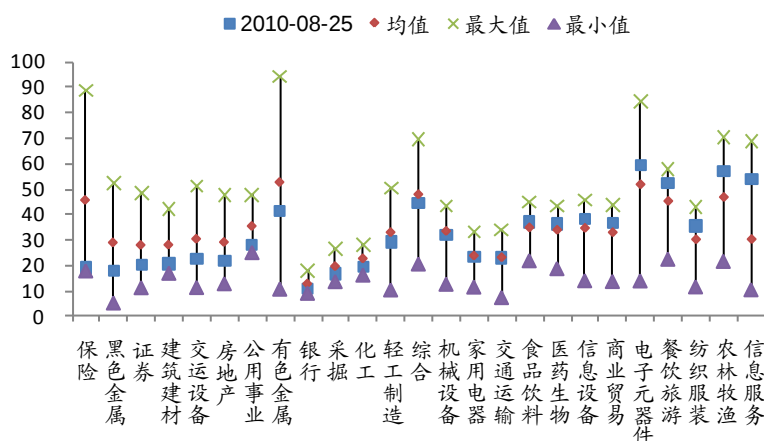
资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 15 中小板接近历史新高



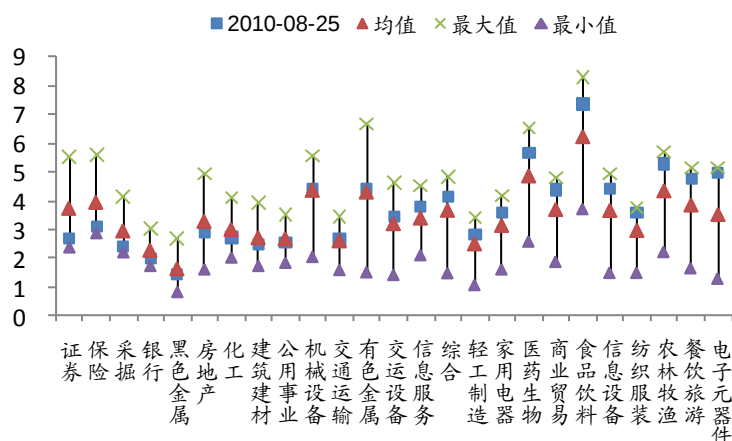
资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 16 1664点以来申万二级行业的静态市盈率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 17 1664点以来申万二级行业的市净率



资料来源: Wind、国海证券研究所

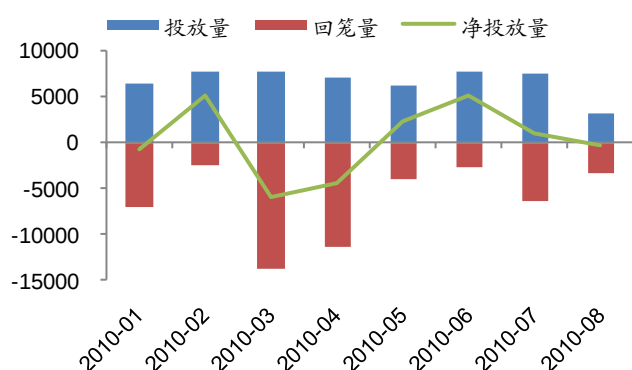
2. 市场反转缺乏流动性和企业盈利的正反馈

尽管当前央行货币策略略微缓和，但是考虑到当前食品价格的上行趋势，央行仍然对于单边净投放保持谨慎，短期市场不可能出现流动性拐点。另外，当前上市公司企业盈利明显滞后于 GDP 增速的趋势，仍然处于历史的较高水平，未来趋势性向下不难预期。在缺乏流动性的好转以及企业盈利持续上行的良好预期下，市场无法形成流动性和企业盈利的正反馈效应，难以反转上行。

（1）市场流动性并未出现拐点

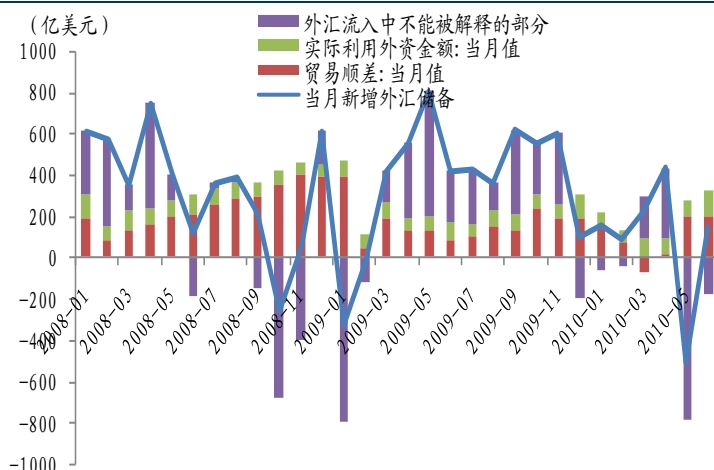
M1 和 M2 同比增速仍然处于震荡探底的过程中，尚未出现拐点。另外我们所观测到央行在公开市场操作中仍然以相机抉择为主，并未出现持续的单边净投放，同时我们所观测的外汇占款以及“热钱”的测算数据都证实资金的“净流出”，当前市场的流动性格局不足以推动市场持续上行。

图表 18 央行的公开市场操作并未放松



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表 19 “热钱”或在持续净流出



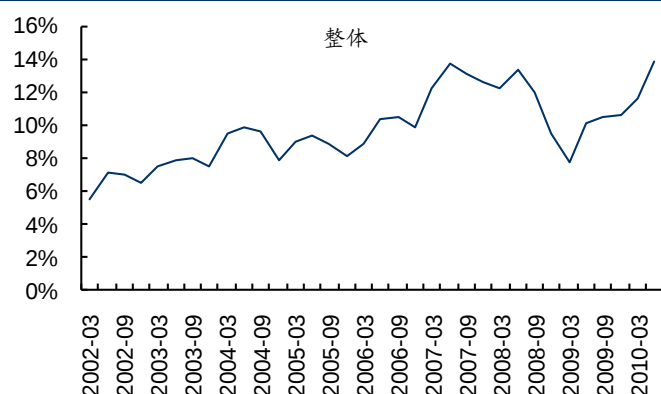
资料来源：Wind、国海证券研究所

（2）企业盈利尚在高位，绝大部分行业 ROE 未来拐点向下

按照我们此前的分析框架，企业 ROE 与 GDP 增速具有较强的趋势性。但是，从上市公司的利润率水平来看，经济增速的下滑尚未体现到企业的资产负债表上，因此我们观测到的企业盈利还在历史的较高水平。

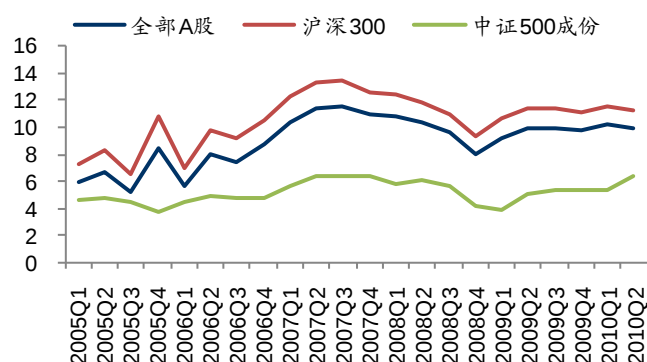
我们选取沪深 300 和中证 500 的成份股进行分析，到 2010 年中期，机械设备、家用电器、建筑建材、食品饮料、交运设备、医药生物、房地产、电子元器件、餐饮旅游、采掘行业的 ROE 都纷纷创出新高。考虑到 GDP 下行中企业总资产周转率和权益杠杆的下滑不可避免，当前企业盈利历史高位不可持续，未来趋势显著向下。

图表 20 沪深 300 和中证 500 整体 ROE 水平位于历史高位



资料来源：Wind、国海证券研究所

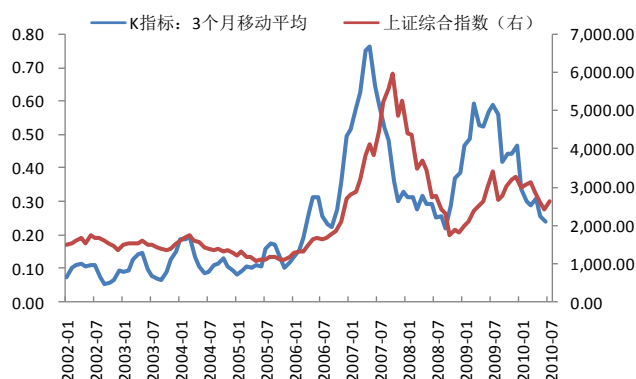
图表 21 企业的净利润率处于历史高位



资料来源：Wind、国海证券研究所

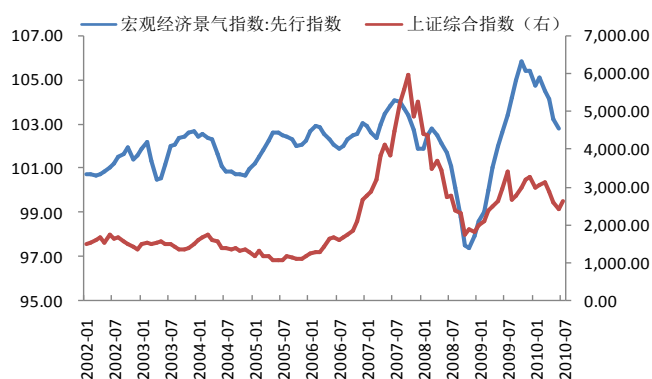
3. 国海领先指标多仍处于下行区间，拐点并未出现

图表 22 国海领先指标 1——K 指标



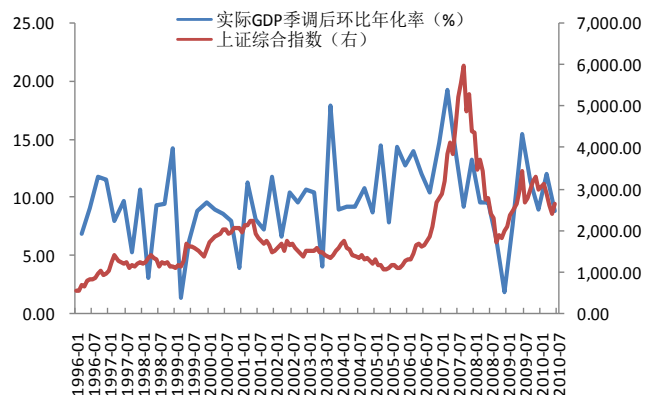
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 23 国海领先指标 2——宏观经济景气先行指数



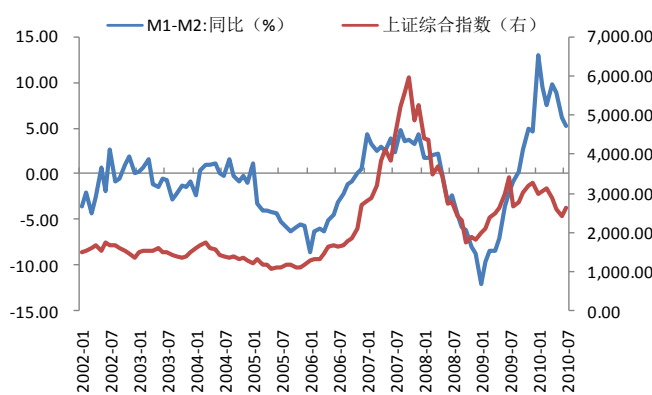
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 24 国海领先指标 3——GDP 季调环比折年率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 25 国海领先指标 4——M1-M2 增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

9 月投资策略：阶段反弹近尾声，低位震荡是本色

9 月份我们相对谨慎，认为市场将呈现冲高回落、低位震荡的格局，主要波动空间为 2400 至 2700 点。今年以来大小盘股的风格轮换始终未能形成，而中小板股票更加受市场偏好。考虑到以金融和煤炭石油为代表的大盘股下行空间较低，指数的波动幅度将十分有限。但是我们认为震荡中也会有结构性的机会，从对 CPI-PPI 增速指标的分析来看，下游消费类公司有望显著受益。

建议投资者灵活应对市场调整，尽管投资者目前已经对于新兴产业的前景达成共识而导致这些行业估值高企，但是未来这种结构性估值差异或仍将持续。因此，建议投资者在策略上奉行“积极但不冒进，谨慎但不保守”的原则，逢低择机增持五大重点行业：轨道交通、新消费、新医药、绿色能源和信息网络，尤其关注下游消费类相关行业的结构性机会。

潜在的上行风险：宏观经济下滑超预期，而且 CPI 增速低于预期，政府将拥有更多的政策空间再度实行宽松的财政和货币政策。考虑到中央政府投资仍有 8000 亿的投资未投放，那么强周期的行业仍值得关注。

研究所核心 20 股票池

图表 26 研究所核心 20 股票池

股票代码	股票名称	调入时间	调入价格	EPS			PE			市价 2010-8-27	上周涨幅 (%)	累计涨幅 (%)	研究员
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E				
600297.SH	美罗药业	2010-6-30	7.78	0.05	0.15	0.22	193.60	64.53	44.00	9.68	10.00	24.42	张伟
600529.SH	山东药玻	2010-7-30	16.01	0.56	0.80	1.00	32.45	22.71	18.17	18.17	3.65	13.49	张伟
300027.SZ	华谊兄弟	2010-6-30	31.50	0.25	0.45	0.72	129.96	72.20	45.13	32.49	(2.52)	3.14	梁雪飞
002220.SZ	天宝股份	2010-6-30	17.60	0.39	0.54	0.67	54.00	38.50	31.03	20.79	3.02	18.13	孙霞
600439.SH	瑞贝卡	2010-6-30	8.65	0.20	0.28	0.54	51.42	36.96	19.17	10.35	(2.45)	19.65	卜忠东
600309.SH	烟台万华	2010-6-30	14.59	0.64	0.89	1.26	24.73	17.79	12.56	15.83	(5.10)	8.50	鄢祝兵
600875.SH	东方电气	2010-6-30	21.70	0.78	1.06	1.33	31.88	23.55	18.77	25.00	(0.44)	15.22	孙林
600089.SH	特变电工	2010-8-17	17.66	0.75	0.98	1.12	21.92	16.78	14.68	16.44	(4.08)	(6.91)	孙林
002340.SZ	格林美	2010-6-30	50.16	0.47	0.91	1.53	115.21	59.37	35.31	54.11	0.20	7.87	苏丹
300056.SZ	三维丝	2010-8-27	40.88	0.44	0.72	1.24	92.91	56.78	32.97	40.88	7.49	0.00	鄢祝兵
600111.SH	包钢稀土	2010-8-6	44.60	0.47	0.95	1.35	104.37	51.87	36.42	49.02	5.35	9.91	苏丹
002073.SZ	软控股份	2010-6-30	14.94	0.41	0.58	0.88	45.39	32.09	21.15	18.61	2.42	24.56	蒋传宁
000021.SZ	长城开发	2010-6-30	10.59	0.20	0.33	0.40	64.80	38.10	31.75	12.70	2.01	19.92	蒋传宁
002089.SZ	新海宜	2010-6-30	16.08	0.38	0.58	0.85	46.05	30.17	20.59	17.50	(4.99)	8.83	蒋传宁
600458.SH	时代新材	2010-6-30	29.90	0.47	0.84	1.44	72.06	40.23	23.60	33.87	0.92	13.28	鄢祝兵
000887.SZ	中鼎股份	2010-8-13	17.35	0.47	0.80	0.97	37.04	21.76	17.95	17.41	1.04	0.35	鄢祝兵
601002.SH	晋亿实业	2010-6-30	7.44	(0.00)	0.30	0.40	(4190.00)	27.93	20.95	8.38	4.75	12.63	王清涛
002296.SZ	辉煌科技	2010-6-30	43.48	0.52	0.80	1.22	102.21	66.44	43.57	53.15	4.63	22.24	蒋传宁
600820.SH	隧道股份	2010-7-30	9.84	0.49	0.58	0.76	21.18	17.90	13.66	10.38	(0.67)	5.50	卜忠东
600146.SH	大元股份	2010-8-27	22.00	(0.24)	0.45	1.20	(91.67)	48.89	18.33	22.00	2.76	0.00	苏丹

资料来源：国海证券研究所

专题：CPI-PPI 增速提示下游消费行业的结构性机会

CPI-PPI 增速上行，但大部分工业企业难收益

在整个工业体系中，可以自上而下分为采掘、原料、加工和生活资料工业四大类。考虑企业之间生产资料 and 产品的互相依存，PPI 分项数据的同比变化趋势有助于分析不同类工业企业的盈利趋势。

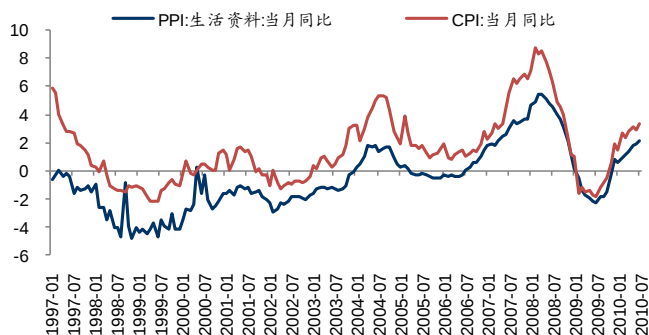
1. 从 PPI 分项数据看工业企业盈利的分布

针对于 PPI 的四大分项指标，我们将工业企业自上而下分为四大类：采掘工业、原料工业、加工工业和生活资料加工业。如果从各类企业的成本和收入端来分析，各工业企业的盈利所对应的数据分别为采掘工业 PPI、原料工业 PPI-采掘工业 PPI、加工工业 PPI-原料工业 PPI、生活资料 PPI-加工工业 PPI。

如图所示，绝大部分工业企业利润在周期前端很难从采掘行业 PPI 同比下行中获利，需求不足导致产业往往只能维持在较低的利润水平。象征原料加工工业盈利的“原料工业 PPI-采掘工业 PPI”在 2007 年以前难以突破 0 的临界点，充分说明中间行业的成本传导能力有限。但是象征生活资料加工行业盈利的“生活资料 PPI-加工工业 PPI”往往能够有效传导成本，主要是由于下游的终端需求对于价格敏感度较低。

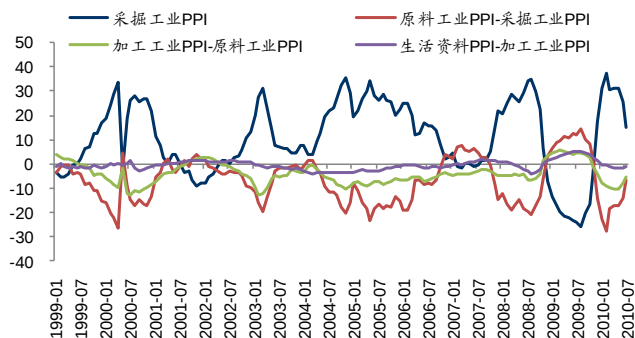
在经济周期后期，供给不足带来的需求旺盛导致中游企业的盈利空间开始扩张，在 2007 年的经济高涨和 2009 年“政府救市”中，投资的高位运行使得制造业的产能都处于“供不应求”的状态，供应不足使得中游企业能够有效向下传导成本，企业盈利开始好转，最终这种制造业普遍的盈利上行体现为证券市场的持续上行。

图表 27 PPI 中生活资料与 CPI 波动趋势基本一致



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表 28 “原料 PPI-采掘 PPI”在周期初期很难转负为正



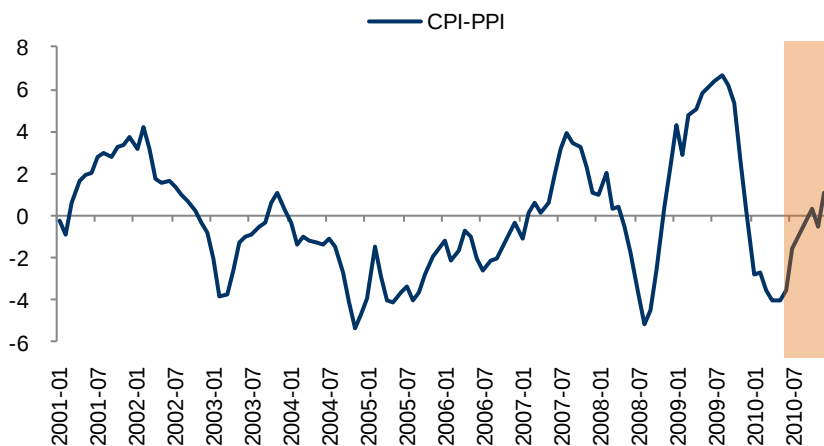
资料来源：Wind、国海证券研究所

2. 当前 CPI-PPI 的拐点分析

从当前的数据来看，CPI-PPI 增速在 5 月份触底，市场在 7 月份开始

反弹。结合市场对于下半年 CPI 和 PPI 的走势预测来看，下半年 CPI-PPI 增速的趋势性回升在即。

图表 29 CPI-PPI 增速的走势及预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

3. CPI-PPI 拐点：下游的生活资料加工业盈利空间有望扩大

我们的基本结论在于经济周期初期的价格指数难以成为市场大幅上行的动力，主要在于内需不足的情况不同于经济高涨的 2007 年，也不同于政府救市的 2009 年。但是 CPI-PPI 增速的扩大有助于上游企业和下游企业的盈利扩张，从这个角度出发，我们认为上游资源类盈利空间有望保持稳定，而下游的生活资料加工业将受益于 CPI-PPI 增速上行带来的盈利空间，从而导致工业企业盈利的结构性差异。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。