



2011.04.19

策略一周——关于市场和消费的一些思考



钟华

021-38674602

zhonghua008457@gtjas.com

S0880511010056

本报告导读：

摘要：

- 策略一周的定位在于关注市场中的短期现象，作为月度行业配置的补充，希望能够通过探讨切身所见、切身所闻，及时跟踪市场短期的热点以及风格转换，也从实证检验中不断完善自上而下的策略逻辑。
- 后续衔接的存款准备金率调整无论是在通胀调控艰难的大逻辑，还是短期对冲外汇占款以及公开市场到期的小逻辑，都是理所应当的，而对于市场的影响，0.5%的存款准备金并不能改变上期报告中所提及的存量流动性充裕的环境，市场相信仍将维持年初以来的低估值周期性板块缓慢回升的趋势，至于中小板和创业板，短期难觅整体性的投资机会
- 2008 年伴随 CPI 回落之后消费者信心指数持续回落，而在 2004 年一旦 CPI 回落，消费者信心指数直接回到高位，内在根源应该是 2008 年伴随 CPI 回落所引致的经济甚至于收入增长预期出现明显回落，从现有的状况而言，2010 年消费信心与 CPI 的关联性更似 2004 年（关于目前和 04 年的对比的最好报告，请见我们策略研究员张晗本周日的《旧梦重温》），这也意味着现行趋势下的消费时间点首要选择是在 CPI 回落之后。但是就消费股票而言，这也只是一个观测时间点，毕竟当 CPI 开始回落之后，市场对于盈利增长的预测也会出现转变，而在这一过程中，消费的投资价值必然存在着细分子行业的重大区别。
- 关注经济指标/主题：
行业配置方面，保险（18 期）、银行（14 期）、电力（2 期）、食品饮料（2 期），个人觉得“五朵金花”的空间看不到，但是市场存量资金对于部分低估值、股价长时间没有动过的热情还是存在的，况且低估值本身也意味着他们也能抵抗市场如果在未来出现预期中调整的风险。主题依然维持前期的枯木逢春概念。

相关报告

《火电：何时轮到我？》

2010.11.05

《策略快评——风格分化的分化》

2010.10.20

《策略快评——一年的策略总结和感悟》

2010.10.18

《策略快评——反弹已接近尾声》

2010.08.12

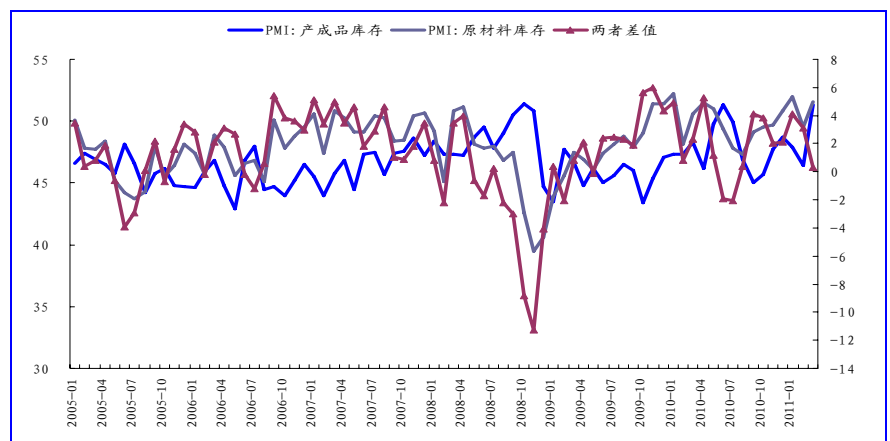
《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》

2010.07.21

引子：关于市场

3 月份以及一季度的经济数据出炉，CPI 尽管超于市场之前所预期的 5.2%，但是公布的 5.4%也已经被市场沸沸扬扬的宣传了许久，另一方面，经济增长略有回落，不过程度上对于目前通胀作为首要调控目标的背景下却是市场所乐于看到的。因此，后续衔接的存款准备金率调整无论是在通胀调控艰难的大逻辑，还是短期对冲外汇占款以及公开市场到期的小逻辑，都是理所应当的，而对于市场的影响，0.5%的存款准备金并不能改变上期报告中所提及的存量流动性充裕的环境，市场相信仍将维持年初以来的低估值周期性板块缓慢回升的趋势，至于中小板和创业板，短期难觅整体性的投资机会。

图 1: PMI 原材料库存与产成品库存均位于高位，但是自 2005 年中国公布 PMI 指标以来，真正库存引导的大幅波动其实只出现在 2008 年，而在 2010 年中出现短暂的去库存事后也证实对于经济的杀伤力很弱，由此，目前从 PMI 观测到的数据并未显示去库存的开始，而对于去库存的幅度来说也不好判断，市场在犹豫中保持惯性自然也是合理的



数据来源：国泰君安证券销售交易部

当然，市场短期的惯性对于 3 月份经济数据不敏感，并不意味着对于未来的经济调整方式不担忧，以现有的状况来说，经济出现缓慢回落如果再辅以通胀一定程度的回落，甚至于委婉的预期为很难进一步上升，那么市场将存在较强的趋势性机会。另一方面，对于经济调整方式中所需要担忧的，一类是会出现大宗商品价格的剧烈调整，在 2008 年去库存的过程中，去化的力量之所以被放大核心因素在于大宗商品价格的巨幅调整，目前来看，6 月份美国定量宽松是一个关键时间点；另一类担忧的调整模式是在于经济在二季度出现小幅回落，但是伴随着后期保障房建设的大规模开工，通胀会否进一步超预期。

归结而言，现在的确很难在几种模式中选择概率最大的事件，但是就原材料库存和产成品库存均在高位的经济现状中，任何偏差的变动对于经济和股市的引导力都是巨大的，可以设想，如果产成品库存出现下降，在现有原材料库存积累的热情下，PPI 的持续上升将成为必然；另一方面如果产成品库存进一步上升，去库存的必然性也终将出现。

在经济调整方式模糊的前景下，市场的运行惯性显现的愈发强劲，而新

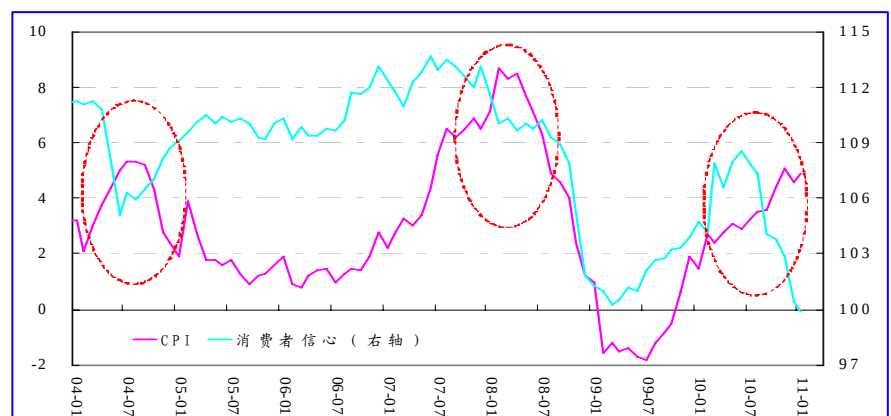
的收缩供给端故事“五朵金花”也被不断的提及，我们同事为此特别撰写了一篇《旧梦重温》供大家鉴赏，由于存在流通市值较大、估值低位、产能收缩政策等诸多优势，先不说再次形成当年五朵金花的可能性，至少短期作为市场的热点依然是可行的，毕竟他们看似是周期股的崛起，但是恰恰反映的是市场在经济调整大方向未明朗下的风险规避行为。至于传统的强周期资源类我们还是遵循之前年度策略报告中的观点，他们是继中小板之后今年市场的第二个风险点。

一、策略所见：消费的时间点选择

这一周除了听人在不断的提及“五朵金花”之外，另一个听得比较多的就是在于消费股的买入时间点问题了，之前写过一些东西，这里再补充下：

下图是我们宏观画的一张消费者信心指数和 CPI 的历史数据比较，我觉得里面三个圆圈的调整方式很有意思，CPI 上升和消费者信心指数下滑在一定阶段内存在明显的反向关系，2010 年以来伴随着 CPI 的不断创新高，消费者信心指数不断回落，这一点跟 2008 年和 2004 年类似。但是与 2008 年相比，个人认为存在较大的区别在于，2008 年伴随 CPI 回落之后消费者信心指数持续回落，而在 2004 年一旦 CPI 回落，消费者信心指数直接回到高位，内在根源应该是 2008 年伴随 CPI 回落所引致的经济甚至于收入增长预期出现明显回落，从现有的状况而言，2010 年消费信心与 CPI 的关联性更似 2004 年，这也意味着现行趋势下的消费时间点首要选择是在 CPI 回落之后。按照现有的预期的应该是在 7 月份左右。

图 2：消费者信心指数与 CPI 的关联性，2004 年 CPI 的回落与 2008 年 CPI 的回落所引致的消费者信心指数见底有着重大区别



数据来源：国泰君安证券销售交易部

另一方面，从当时消费一些子板块的表现来说，消费股真正表现较好的时机实际上等到了 2005 年初，白酒和葡萄酒是当时消费股中的明星，放大一些说，当时的经济增长动力很大程度上来源房地产推动，而典型的地产推动经济中都存在着财富向少部分人集中的现象，消费类中小众标的优越于大众标的本质于此，而如果按照我对未来中国经济增长周期的判断，当然，这其中也被人偷笑过，核心的增长动力是在于分配机制的变革，这也预示着消费投资标的的方向中从小众向大众的模式转变，只

是就消费股时间点选择来说，CPI见顶才需到观测时间点，买入时机则在于评估CPI的回落程度，而现在最乐观的按照翘尾因素估计可能是在7月份，何况现有一季度的CPI一直都是超预期的，我们谈论消费的买点为时尚早。额外的附加理由是，我虽然从业经验A股市场总共只有5年，但是A股历来的左侧选择都比右侧难很多，趋势的惯性和转换在现有情形下转换尚早。

图 3：消费类部分细分子板块在通胀高位回落至指数见底时的收益率

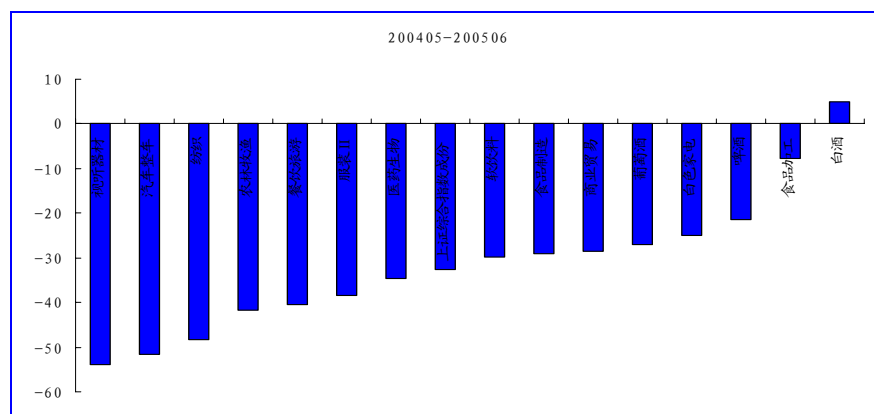
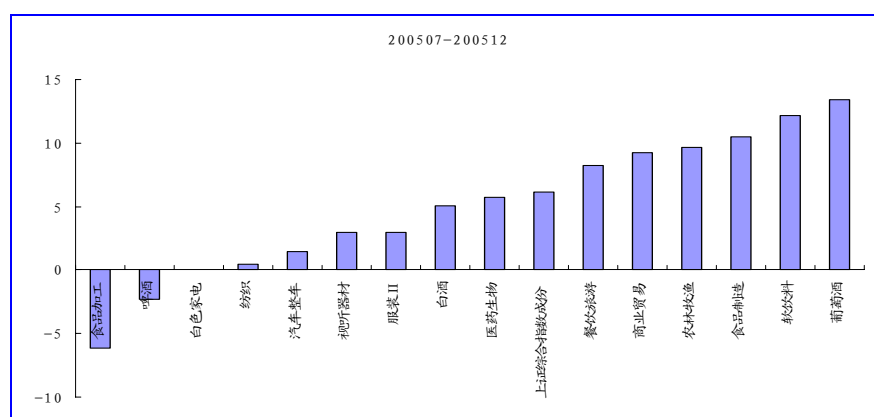


图 4：消费类部分细分子板块在指数见底头半年内的收益率



数据来源：国泰君安证券销售交易部

二、策略所闻：中国船舶的价值衍生

前两天跟一位基金人士聊到机械行业的看法，不约而同的说了对于工程机械谨慎，而对于造船行业例如中国船舶则相对看好，两方面市场顺趋势的估值存在较大差别，船舶的估值基准要掺杂更多的谨慎因素，而以现有订单按照之前300元的价格对比，则更显悲观，从市值和预期的角度来说，买500亿的中国船舶比买上千亿的工程机械风险收益比要高得多。

我们的研究员一直在推荐中国船舶，之前刚刚出了一篇报告，主要观点摘要如下：

- **造船业务：**危机负面影响逐步褪去，船舶恢复正常交货，实现收入248.56亿元，增长23.52%，交付56艘809.34万DWT，增长21.45%，交付多为高价订单，且钢材成本较09年下降，毛利率提升7.7个百分点。新接合同211.58亿元，增长170.39%，手持订单120艘2099万DWT，11和12年订单充足。

- **造机业务:** 受益船舶恢复正常交货, 实现收入35.78亿元, 增长24%, 交付113台127.347万千瓦, 增长15.8%, 毛利率略有下调1.82个百分点。新接合同额36.9亿元, 大幅增长126.1%。
- **修船业务:** 受常规修理船舶数量增多、修船量不足、修船价格低迷影响, 实现收入12.4亿元, 下降38.6%, 毛利率大幅下降9.57个百分点。新接合同额12.4亿元, 与09年基本相当。
- **增发方案进程:** 公告了龙穴造船资产评估报告, 因龙穴投产时间短, 10年刚刚实现盈利, 采取成本法为作价标准, 评估结果为29.53亿元, 占拟募集资金总额74%。增发方案尚需国资委、股东大会批准和证监会核准。
- **投资建议:** 此次增发意味着集团新一轮以中国船舶为平台的资本运作的开始。预计公司11-13年EPS为4.79、5.34、5.93元, 考虑造船向中国持续的产业转移、公司持续的资产注入和股本市值扩张预期, 目标价100元

三、策略所思：惯性依旧

行业配置方面, 保险(18期)、银行(14期)、电力(2期)、食品饮料(2期), 个人觉得“五朵金花”的空间看不到, 但是市场存量资金对于部分低估值、股价长时间没有动过的热情还是存在的, 况且低估值本身也意味着他们也能抵抗市场如果在未来出现预期中调整的风险。

表：关注数据及主题

关注指标/主题	公布日期/市场特征	策略评论
美元指数	周一出现较大幅度上涨	周一欧洲市场还没有开盘, 但欧元在亚洲交易时段大跌。原因是反救助、反移民、反欧元立场的正统芬兰人党(True Finns)在周日的芬兰大选中遥遥领先。这个强硬的政党上台的话很可能会否决欧盟拯救葡萄牙的计划; 另一方面, 晚间, 标普公司宣布, 将美国 AAA 信用评级的前景评级从“稳定”降至“负面”, 这意味着未来 6-12 个月内标普可能调降这个世界最大经济体的主权评级。与此同时标普宣布, 对美国的信用评级依然为 AAA 不变。美元的上涨前者逻辑很清晰, 但是后者直观上对美元却是应该利空, 而美元在晚间则进一步上涨, 相互之间的关联性需要进一步评估

数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 5：板块表现中，黑色金属、化工、公用事业领先

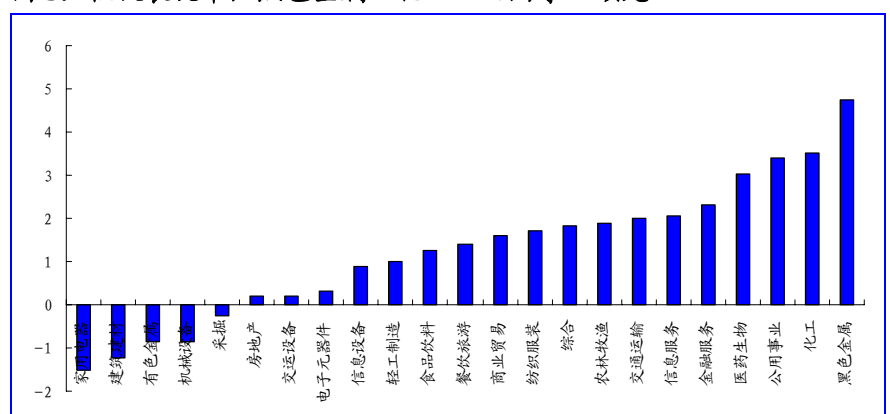
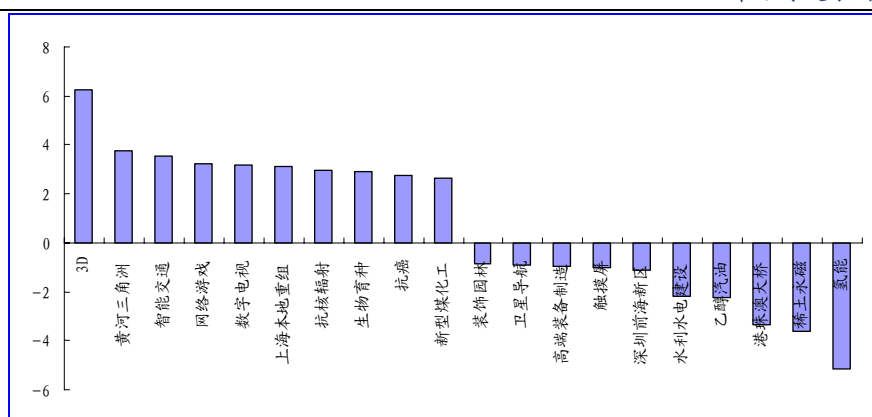


图 6：主题投资中，表现前十与表现后十



数据来源：国泰君安证券销售交易部

作者简介:**钟华:**

浙江大学国民经济学硕士，2006-2009 年长江证券研究部策略分析师，2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		