

2011 年 A 股投资策略周报(12)

股票投资策略报告

还原真实的消费

基本结论

- **市场回顾。**上周美国评级展望下调以及国内货币、房地产政策进一步收紧预期推动市场调整。行业来看，前期表现强势的金融、煤炭、机械、水泥等周期股回调，仅有钢铁受到重组的莱钢、济钢等拉动而上涨，调整较为充分的消费股相对抗跌，餐饮旅游、医药、商贸、纺织服装上涨。
- **我们的观点，继续看好市场。**我们维持前期观点，认为宏观经济平稳、整体合理的估值能够支撑市场上行。
 - 在周期股估值依旧处于合理、偏低的背景下，我们继续看好周期股提升带来的指数上涨。
 - 由于市场对消费增长的重新认识，消费股获得正收益的条件存在。
 - 中期仍然认为 2011 年低估值、周期股是市场的主题，能够获得超额收益。
- **本周话题：还原真实的消费。**目前，投资者关心消费、周期的投资机会是否可能切换。我们想弄清三个问题，一是消费增长的真实表现，二是消费增长是否有结构性的差异，三是消费股是否可以投资。
 - **零售数据下滑有多少？**统计局公布的零售数据名义增速较 2010 年同期下降了接近 2 个百分点，但实际增速下滑约 4 个百分点，即使考虑统计口径的调整可能导致 1-2 个百分点的影响，零售实际增速的下滑还是比较明显的。
 - **零售增长为什么放缓？**我们认为，零售增速的下滑可能与通胀对消费的抑制、信贷短缺对消费的制约相关（详见正文分析）。
 - **如何看待消费股。**我们并不看空消费，我们只是强调超额收益。在二季度报告中我们指出“投资领先消费”，在上周的周报中提出“投资增长盘活全局……带动了经济的活跃……和消费的回升”。看好投资品、周期股，实际上是看好市场的表现，而看好市场，一个衍生的结论是不看空消费。从上周开始，我们就提示消费的绝对收益机会。2010 年后期消费行业普遍的高估值实际上是一种主题性投资而不是传统的成长行业投资，我们认为消费增长本身突变下滑的可能性很小，领先的消费类公司更加具有持续成长的能力，因此对于竞争力强、估值合理的消费股（如食品饮料、纺织服装、商业零售等行业龙头公司），我们持积极态度，但并不认为消费股会出现行业性的估值抬升趋势，估值修复是近期消费股表现的主要逻辑。
- **路演印象。**投资者对市场整体形势总体仍然较为乐观，对消费周期的风格切换更为关心。以做交易为主要目的的投资者考虑在未来一段时间内适当减持周期而增加消费，从去年起就一直持有周期的投资者普遍继续看好周期，前期持有消费较多的投资者表示要“继续扛着”。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030030
 (8621)61038296
 taojg@gjzq.com.cn

刘锋 分析师 SAC 执业编号：S0730209090111
 (8621)61038297
 liufeng@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

内容目录

市场回顾	3
继续看好市场	3
我们的观点	3
本周话题：还原真实的消费	3
消费对 GDP 的强劲拉动和消费增速下降是否矛盾	3
零售数据下滑有多少？	4
零售增长为什么放缓？	4
如何看待消费股	6
路演印象	7

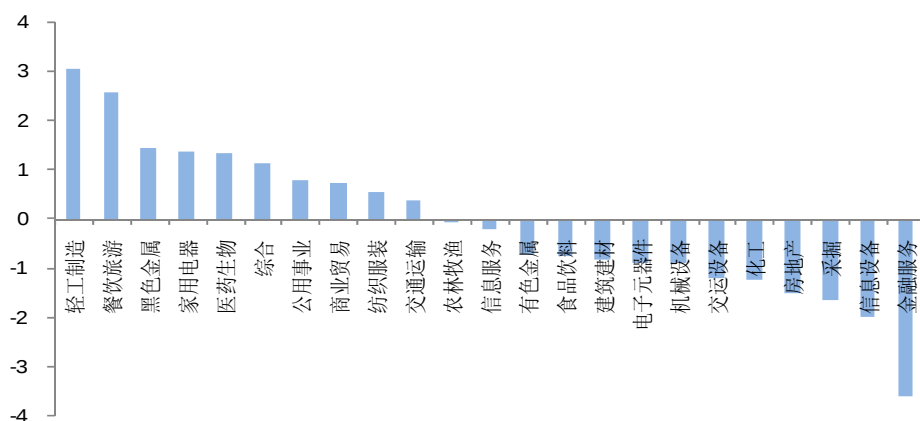
图表目录

图表 1：上周行业涨跌幅	3
图表 2：1 季度零售实际增速确实出现了明显的下滑	4
图表 3：信贷从居民中长期贷款转向企业	5
图表 4：信贷向投资集中，约束了消费	5
图表 5：石油和汽车销售一上一下	5
图表 6：金银珠宝销售快速上升	5
图表 7：服装、食品等必须消费品季节性波动	6
图表 8：日用品、化妆品等销售季节性波动	6
图表 9：建筑及装潢、家具、家电及影响销售季节性波动	6
图表 10：中西医药销售持续下降	6

市场回顾

上周美国评级展望下调导致的国际市场动荡以及国内货币、房地产政策进一步收紧预期共同推动市场调整。上证综指、沪深 300 回调，创业板、中小板继续下跌。行业来看，前期表现强势的金融、煤炭、地产、机械、水泥等周期股回调，仅有钢铁受到重组的莱钢、济钢等拉动而上涨，调整较为充分的消费股相对抗跌，餐饮旅游、医药、商贸、纺织服装上涨。

图表 1：上周行业涨跌幅



来源：国金证券研究所

继续看好市场

我们的观点

我们维持前期观点，认为宏观经济平稳、整体合理的估值能够支撑市场上行。

- 在周期股估值依旧处于合理、偏低的背景下，我们继续看好周期股提升带来的指数上涨。
- 由于市场对消费增长的重新认识，消费股获得正收益的条件存在。
- 中期仍然认为 2011 年低估值、周期股是市场的主题，能够获得超额收益。

本周话题：还原真实的消费

1 季度，尤其是 1-2 月份零售增速的大幅下滑，是投资者抛弃消费转向投资品、周期股的重要推动因素之一。目前，投资者关心消费、周期的投资机会是否可能切换。我们想弄清三个问题，一是消费增长的真实表现，二是消费增长是否有结构性的差异，三是消费股是否可以投资。

消费对 GDP 的强劲拉动和消费增速下降是否矛盾

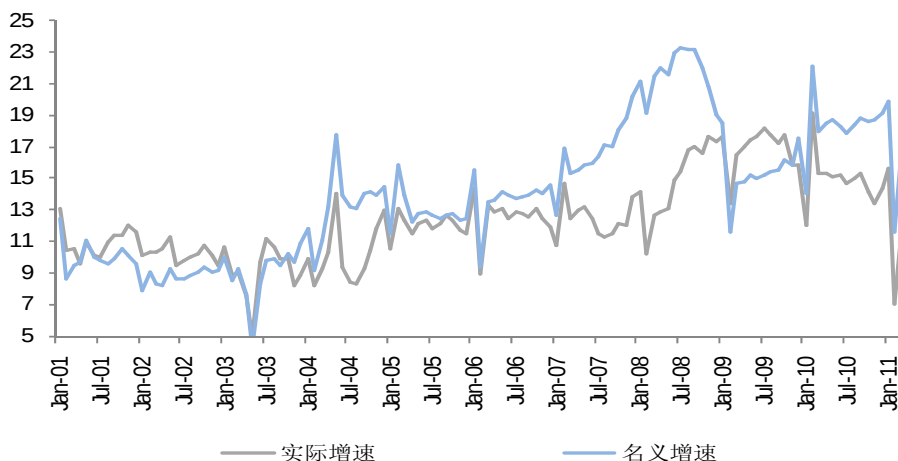
统计局公布 1 季度消费对 GDP 的拉动为 5.9 个百分点，贡献率为 60.3%，明显高于投资（4.3%、44.1%）和进出口（-0.5%，-4.4%），和消费低迷、投资

与进出口的旺盛印象似乎有冲突。事实上，这是来源于权重和统计的差异，1 季度投资规模仅 3.9 万亿（固定资产投资（不含农户）），消费规模为 4.3 万亿（社会零售总额），净出口实现 10.2 亿美元逆差，权重差别使得消费对经济的拉动较投资更强。

零售数据下滑有多少？

统计局公布的零售数据名义增速较 2010 年同期下降了接近 2 个百分点，但实际增速下滑约 4 个百分点；零售增速也低于 04 年以来的核心波动区间。利用零售增速和 RPI 做简单处理，我们可以看到实际零售增速在 1 月份为 15.6%，和 2010 年各月基本处在同一个水平上，但是 2 月份大幅下降至 7%，3 月份增速回升至 12.2%。由于今年春季在 2 月初，可能导致消费提前到 1 月份，因此用累计增速能够更好的观察消费的增长情况，1-2 月份累计实际增长 11.3%，1-3 月份累计增速 11.6%，这些数据较之 2010 年同期大约下滑了 4 个百分点，即使考虑统计口径的调整可能导致 1-2 个百分点的影响，零售增速的下滑还是比较明显的。

图表 2：1 季度零售实际增速确实出现了明显的下滑



来源：国金证券研究所

零售增长为什么放缓？

我们猜测，零售增速的下滑可能与通胀对消费的抑制、信贷短缺对消费的制约相关。信贷短缺在一季度较为明显，由于信贷额度的控制，今年一季度信贷总体上流向企业（而不是居民）、国有企业（而不是中小型明确），因此，信贷资源可能偏向于投资而不是居民消费，这从信贷结构中可以得到证实。信贷短缺可能约束了消费的增长。