

战略防御——细选中档消费

2011 年宏观经济的主旋律是围绕“通胀”展开的。目前，通胀下行趋势已经确立，并将维持两个季度左右。在这一趋势下的投资方向，是我们思考的起点。“通胀下行中的投资策略”系列则是这些思考的总结。

研究结论

- **主题投资为矛：**在专题报告《战术进攻——主题投资再出发》（11 月 14 日）中，我们认为，市场短期不具备大趋势向上的条件，战术性参与主题投资是获得绝对收益的最佳进攻手段。经过梳理，我们认为节能环保、核电、种业等主题近期可能会有相应催化剂出现，建议择机切入。
- **中档消费为盾：**本篇报告中，我们从战略性防御的角度，论述未来一到两个季度里，通胀下行阶段取得相对收益的投资策略。我们认为，通胀下行不单单是价格现象，背后还隐含着经济景气度下行。伴随这一过程的是消费行为从两端向中间靠拢的趋势。紧紧抓住这一过程中行业的需求和价格变化规律，寻找“供不应求”的行业和原料价格比产品价格下行更多的行业，是成功积极防御、取得相对收益的关键。
- **展望中期趋势，通胀下行已经确立。**主要特征有：a)CPI 进入下行，11 月和 12 月在 4.5%左右，2012 年可达 3%左右；b) PPI 亦进入下行，且比 CPI 更快下行，因而（CPI - PPI）剪刀差在扩大并进入正值区间；c) 房价也确立进入下行趋势。
- 价格下行不是独立事件，还蕴含了货币紧张的现状和经济景气下行的趋势。通胀下行阶段，上游和中游企业盈利受损，因为受到“需求降低和产品价格下行双杀”；下游企业需求相对稳定，成本端价格下行快于产品端价格下行，因而维持较高相对景气度。
- 在下游消费类企业中，中档消费将获得较高相对景气——一方面，收入增加和通胀下行提升中低收入阶层实际购买力，推动低档消费升级；另一方面，全球经济景气度下降打击企业和政府消费能力，造成高档消费下沉。中档消费因而拥有下游行业中最好的相对景气度。
- 中端消费需求可能蕴含着未来一段时间内最好的基本面。建议以中档消费为盾，博取中期内的相对收益。具体关注包括：便捷酒店、中档餐饮、黄酒、国产红酒、中档品牌服饰、中医药、医疗器械、特色医疗、短途旅游、烟草、千元智能手机、网购等面临旺盛需求的中档消费子行业和子产品。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期 2011 年 11 月 25 日星期五

东方证券策略团队

证券分析师 邵宇

8621 - 63326032

shaoyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511110001

联系人

程刚

8621 - 63325888×6128

chenggang1@orientsec.com.cn

杨娜

8621 - 63325888×6253

yangna@orientsec.com.cn

王鹏

8621 - 63325888×6111

wangpeng@orientsec.com.cn

吴胜春

8621 - 63325888×6112

wushengchun@orientsec.com.cn

相关报告：

《战术进攻——主题投资再出发》（11 月 14 日）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

策略核心观点	4
通胀下行趋势确立	6
CPI 下行趋势确立	6
PPI 下行趋势确立	7
地产价格下行趋势确立	7
价格下降过程中下游行业将受益	8
区分两种价格下降的机理	8
CPI 下降中的经济运行	8
PPI 下降中的经济运行	9
CPI-PPI 剪刀差上升中的经济运行	9
消费枣核化利好中档消费	11
下层消费向上	11
上层消费向下	12
顶层消费仍具高度成长性	13
相关行业投资建议	14
行业投资建议——食品饮料	14
行业投资建议——餐饮旅游	15
行业投资建议——纺织服装	16
行业投资建议——轻工和家化	18
行业投资建议——医药	19
投资建议小结	21
附录：报告中涉及的股票评级情况揭示	22

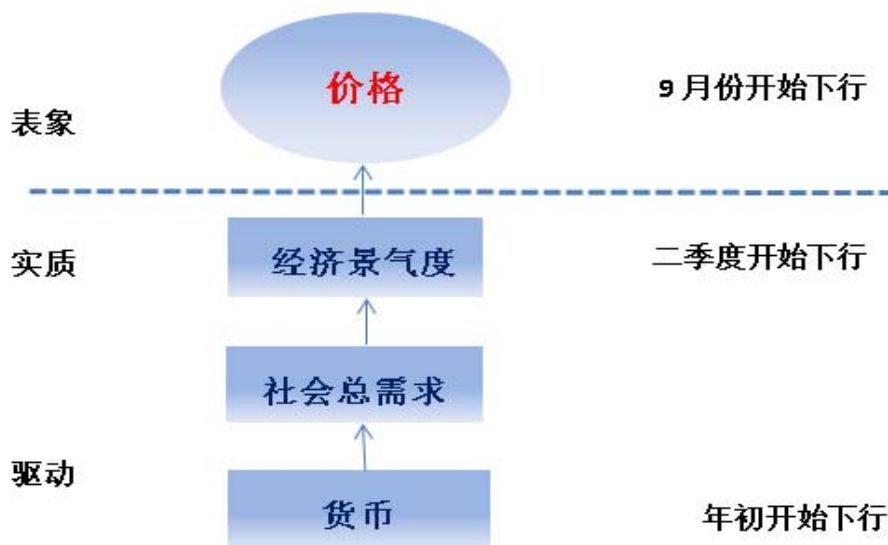
图表目录

图 1： 价格下行不是孤立事件， 蕴含着流动性紧张的现状和经济景气下行的趋势	4
图 2： 相关上市公司总表	5
图 3： 货币因素是通胀下行的本质原因	6
图 4： 食品价格进入弱结节性增长区间	6
图 5： CPI 下行趋势确立	6
图 6： 大宗商品指数和 PPI	7
图 7： 铜和铁矿石价格	7
图 8： 源动型价格下行和被动型价格下行	8
图 9： 细分行业 PMI 与环比 PPI 的相关性	9
图 10： 中上游行业景气与 (CPI - PPI) 逆相关	10
图 11： 下游行业景气与 (CPI - PPI) 正相关， 且有一定滞后	10
图 12： 个人消费随收入增加边际递减（城镇居民， 2009 年）	11
图 13： 个人所得税修订条例减少了中低收入阶层的税赋负担	12
图 14： 食品 CPI 下行中， 食品加工制造相对指数往往上升	14
图 15： 旅游行业相对收益在 CPI 下行时未必受损	16
图 16： 纺织服装子行业相对收益在 CPI 下行时未必受损	17
图 17： 通胀上行或下行均不影响烟草行业的景气	18
图 18： 医药制造业行业景气维持较高水平， 医疗器械成长性较高	20
表 1： 食品饮料行业推荐的机会	15
表 2： 餐饮旅游行业推荐的机会	16
表 3： 纺织服装行业推荐的机会	17
表 4： 轻工和家用化工和叶推荐的机会	19
表 5： 医药行业推荐的机会	20
表 6： 报告中涉及的股票评级情况揭示	22

策略核心观点

通胀下行阶段通常是经济景气的收缩期,但并不意味着所有股票都没有表现。在细致分析经济状况,理解行业特点和景气周期的基础上,我们认为通胀下行阶段,仍可以精选中档消费类股票作为良好的防御品种,将有机会在两个季度内获得相对收益。

图1：价格下行不是孤立事件，蕴含着流动性紧张的现状和经济景气下行的趋势



数据来源：东方证券研究所。需要指出，本图只是一个简化的模型，绝非完备。

- **通胀下行趋势确立：**2011年11月和12月CPI预测4.5%左右，2012年全年4%左右。CPI和PPI下行趋势皆已确立，且PPI下行快于CPI。此外，房价也处于下行通道中。
- **通胀下行印证经济周期下行：**经济周期运行中，货币-总需求-价格呈现层层传导的关系。通胀下行不是孤立事件，其表象下蕴含着流动性紧张的现实和经济景气下降的趋势。
- **通胀下行中，下游行业景气度高：**上游企业收入以PPI计价，且总需求下降，利润将受损。中游企业成本和利润均以PPI计，面临经济不景气，总需求不足，利润也将受损。下游企业成本以PPI计，收入以CPI计，且需求稳定，利润大多能维持或扩张。
- **低档和高档消费将向中档靠拢：**消费价格下行，居民收入上行，实际购买力上行，低档消费有升级趋势；经济景气度低，企业和政府节俭开支，高档消费有向下趋势。顶级消费遵循自身逻辑。
- **投资建议：**中端消费需求可能蕴含着未来一段时间内最好的基本面。建议以中档消费为盾，博取相对收益。具体关注包括：便捷酒店、中档餐饮、黄酒、国产红酒、中档品牌服饰、中医药、医疗器械、短途旅游、千元智能手机、网购等面临旺盛需求的子行业和子产品。

图2：相关上市公司总表

一级行业	子行业	涉及的主要上市公司
餐饮旅游	酒店	锦江股份（600754）
	旅游综合	中国国旅（601888）
	餐饮	湘鄂情（002306，未评级）
	人工景点	宋城股份（300144）
纺织服装	男装	九牧王（601566）七匹狼（002029）报喜鸟（002154）希努尔（002485）
	休闲服装	搜于特（002503）美邦服饰（002269）森马服饰（002563）
	其他服装	探路者（300005）
轻工制造	包装印刷	劲嘉股份（002191，未评级）上海新绿（002565，未评级）
	文娱用品	星辉车模（300043）
	造纸Ⅲ	恒丰纸业（600356，未评级）凯恩股份（002012）
	珠宝首饰	潮宏基（002345）飞亚达（000026，未评级）
化工	日用化学产品	上海家化（600315）
食品饮料	黄酒	古越龙山（600059，未评级）
	葡萄酒	张裕 A（000869，未评级）
	肉制品	得利斯（002330，未评级）双汇发展（000895，未评级）
	乳品	光明乳业（600597）伊利股份（600887）
	软饮料	黑牛食品（002387，未评级）
	食品综合	洽洽食品（002557）好想你（002582，未评级）
医药生物	化学原料药	海翔药业（002099）
	化学制剂	恩华药业（002262）翰宇药业（300199，未评级）红日药业（300026）
		新华医疗（600587，未评级）爱尔眼科（300015）迪安诊断（300244，未评级）通策医疗（600763）
	医疗服务	
	中药	天士力（600535）江中药业（600750）

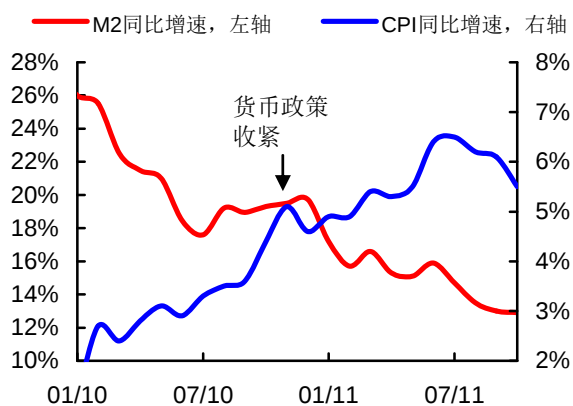
数据来源：东方证券研究所

通胀下行趋势确立

CPI 下行趋势确立

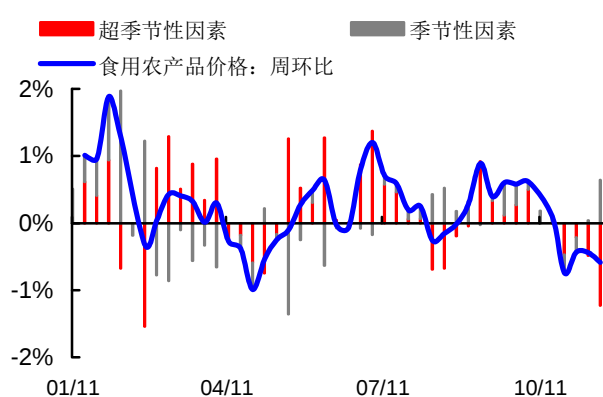
从 2010 年 10 月开始的持续紧缩政策从 2011 年初开始在货币端显现效果，并终于在 2011 年 3 季度开始在价格端显现效果。作为一种货币现象，本轮通胀周期肇始于 2008 年底的 4 万亿投资，终结于已持续一年多并将继续的紧缩政策。在这期间，劳动力价格、食品、大宗、地产等直接因素主导了 CPI 环比超季节性增长。

图3：货币因素是通胀下行的本质原因



资料来源：Wind，东方证券研究所

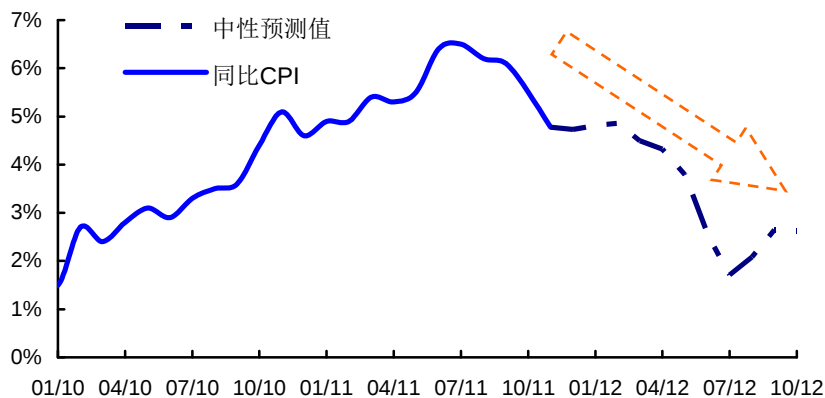
图4：食品价格进入弱季节性增长区间



资料来源：CEIC，东方证券研究所

10 月份 CPI 同比增长 5.5%，进一步确认了通胀下行趋势。接下来，CPI 将继续在下行通道中运行，**明年二季度 CPI 有望降至 4% 以下**。不过，由于结构性因素的支撑，未来很长一段时间里 CPI 可能较长时间地维持在 3% 左右。

图5：CPI 下行趋势确立



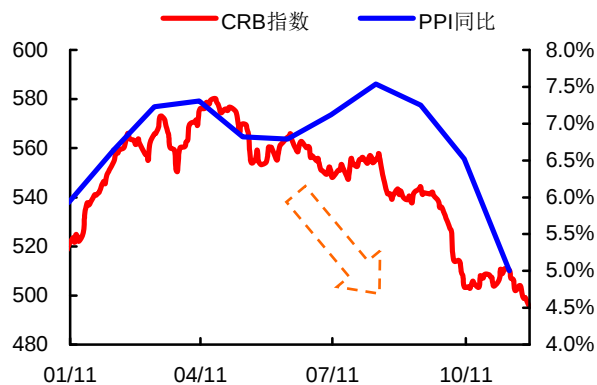
资料来源：Wind，东方证券研究所

PPI 下行趋势确立

和 CPI 一样，PPI 也进入下行通道，其主要动力是全球总需求不足引起的国际大宗商品的价格回落。在系列报告《危机第二波》中，我们在“危机三部曲：私人部门债务危机——公共部门债务危机——货币体系危机”的框架下，梳理了法、意、西、德、日、美等国家的债务和经济状况，做出全球宏观判断：实体经济继续下滑，发达经济体缺乏增长动力，金属和原油等大宗原材料维持中性看法。新涨价风险则包括各国央行新的量化宽松政策、波斯湾地区不稳定的政治局面、南海航线不稳定的政治局面等。

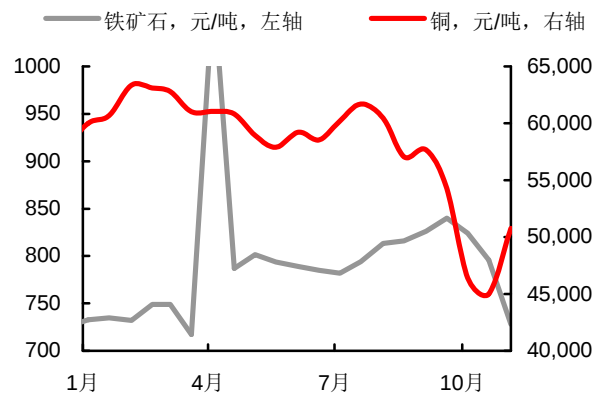
10 月 PPI 同比增长 5%，比上月 6.5% 大幅下降，远超出市场预期。PPI 下行快于 CPI 下行造成 (CPI-PPI) 剪刀差缩小，且进入正值区间。

图6：大宗商品指数和 PPI



资料来源：Wind，东方证券研究所

图7：铜和铁矿石价格



资料来源：Wind，东方证券研究所

地产价格下行趋势确立

由于房地产的投资属性，各国 CPI 统计中通常不包含地产价格，而只包含租金价格。在中国这样刚性需求巨大的市场里，只看 CPI 和 PPI 不能完全理解通货膨胀的程度，地产价格是居民通胀体验重要的组成部分。

由于严厉的调控政策，地产销量已连续数月出现明显下行，价格的下行也在越来越多的地区显现。我们的调研显示，目前中型和大型地产企业面临一定的资金缺口，但若降价销售，基本不存在生存问题。我们判断，调控政策将持续至至少明年二季度，可望看到更大范围的房价下行。

对于中低收入人群，房地产消费占用资金、挤压其他消费的效果将会逐步淡化。而对于持有多套房的投资人群，地产价格下行将导致资产减少，压缩大类消费，但不会改变日常消费。

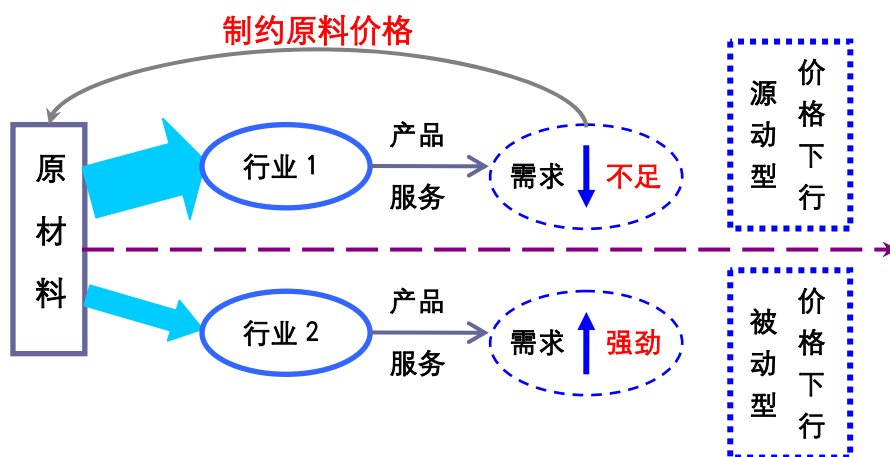
价格下降过程中下游行业将受益

区分两种价格下降的机理

1. **源动型价格下行**：即需求主导的价格下行。供需关系是价格波动的驱动力，当相关下游景气度降低导致产品需求不足时，产品价格会下行，继而原材料价格也会下行。这是目前周期性行业面临的典型情况。例如，公路铁路基建受到抑制、汽车消费增速放缓，导致钢材需求下降，影响钢价下行，并进而引发铁矿石价格下行。源动型行业在价格下行的过程中盈利状况将受损，因为需求不足引起量的收缩，产品价格下行引起价的收缩，企业盈利遭受“价量双杀”。
2. **被动型价格下行**：需求并没有产生重大问题，但价格（主要是原材料价格）受到其他因素扰动而下行，这些因素可以是：源动型行业需求不足导致价格下行，投机资金退却导致价格下行，价格管制发生变化等。这类企业通常是原材料价格的承受者，因为需求并未受显著影响，产品价格和销量都有较好支撑，在价格下行的过程中是受益的。

周期性行业往往属于“源动型”行业，在经济收缩的周期中，投资下降限制全社会总需求，并带来工业品和生活品的价格下行，消费类行业则属于“被动型”承受（享受）价格下行的一方，在需求相对稳定的情况下获得相对景气。消费型行业也可能成为“源动型”行业，尤其在通货紧缩的年代，例如日本在“失去的十年”中，国内消费不振引发价格下行，但出口为主的工业企业面对坚挺的海外需求，被动享受价格下行带来的企业盈利扩张，实际上是通缩中的受益方。

图8：源动型价格下行和被动型价格下行



数据来源：东方证券研究所

CPI 下降中的经济运行

从经济周期的角度讲，货币 - 投资 - 产品 - 价格 是一个经济循环的中渐次传导的环节。在需求的驱动经济体中，价格上涨速度放缓往往是需求增长放缓的结果，也是经济景气经历了过热后逐

渐下降的映证。在回复到温和通胀的过程中，过热的需求也回复到正常水平，如果社会总需求难以扩张，经济则有可能陷入通缩。

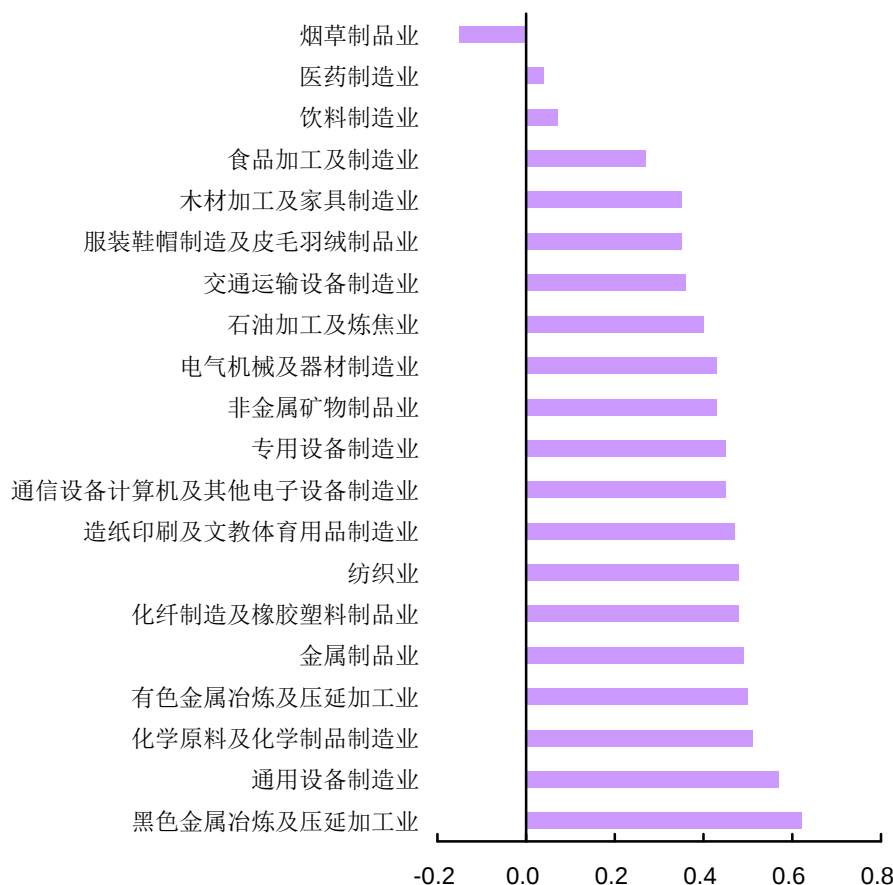
实证角度，各个行业对 CPI 进入减速通道没有特别的敏感，这是因为 CPI 往往是结果而不是原因，且行业景气对社会总需求的领先性并不稳定。

当下 CPI 进入减速通道，还有其重要的政策意义。虽然言政策转向尚为时过早，“有保有压”的定向宽松已成为普遍预期。

PPI 下降中的经济运行

上游和中游行业受 PPI 影响显著，PPI 下行将侵蚀他们的利润，尤其是上游采矿、冶炼、有色、化工等行业，受压较大。下游行业对单纯的 PPI 下行不敏感，相反地，

图9：细分行业 PMI 与环比 PPI 的相关性

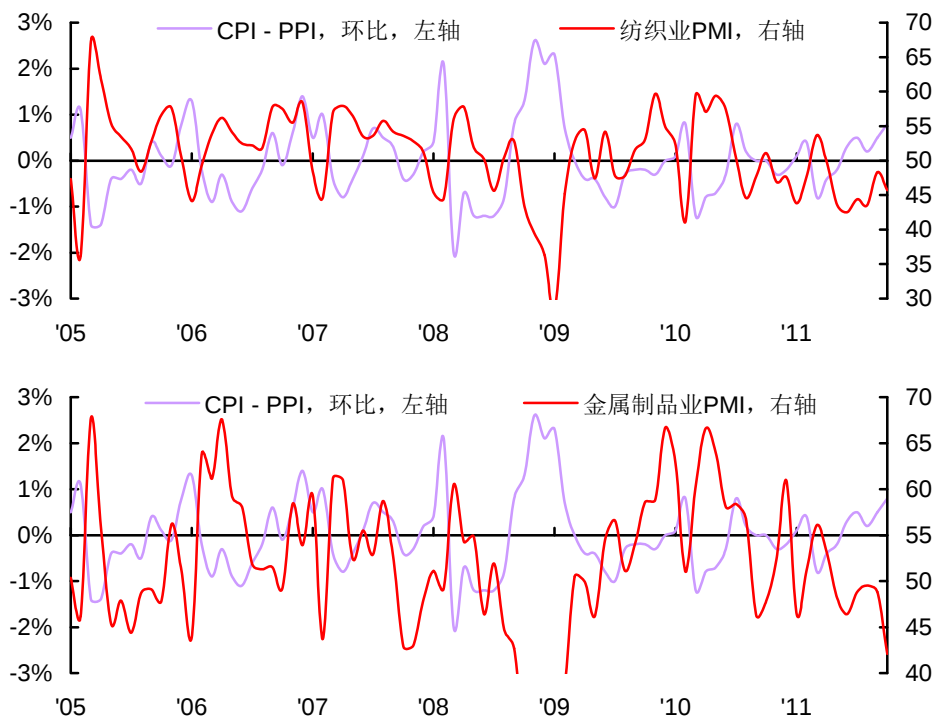


数据来源：物流与采购联合会，东方证券研究所

CPI-PPI 剪刀差上升中的经济运行

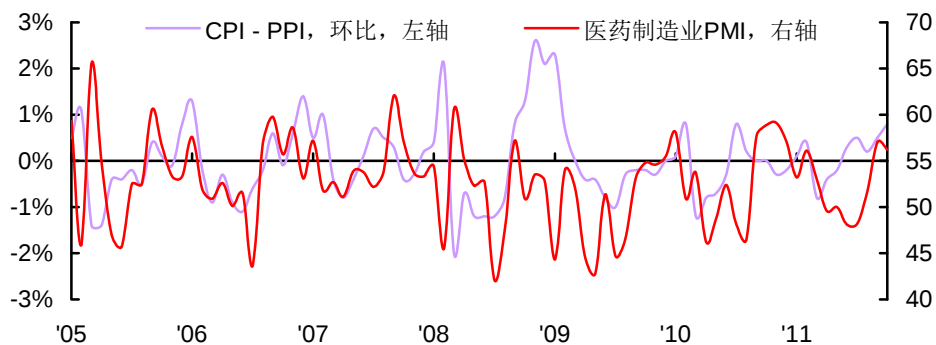
CPI – PPI 剪刀差对行业影响更加显著：

- 对于大多数中上游行业而言，行业景气与 $(CPI - PPI)$ 逆相关，因这些行业景气与 CPI 无关，而与 PPI 正相关。

图10：中上游行业景气与 $(CPI - PPI)$ 逆相关


数据来源：物流与采购联合会，东方证券研究所

- 而对于中下游行业而言，原材料端承受 PPI ，产品端获得 CPI ，其行业景气与 $(CPI - PPI)$ 呈正相关，而且一定程度上落后于 $(CPI - PPI)$ 。

图11：下游行业景气与 $(CPI - PPI)$ 正相关，且有一定滞后


数据来源：物流与采购联合会，东方证券研究所

前面的分析已指出，目前和未来一段时间里， PPI 下行快于 CPI 下行，也就是说， $(CPI - PPI)$ 剪刀差可能维持正值，并扩大，这意味着中下游行业将有更好的景气。

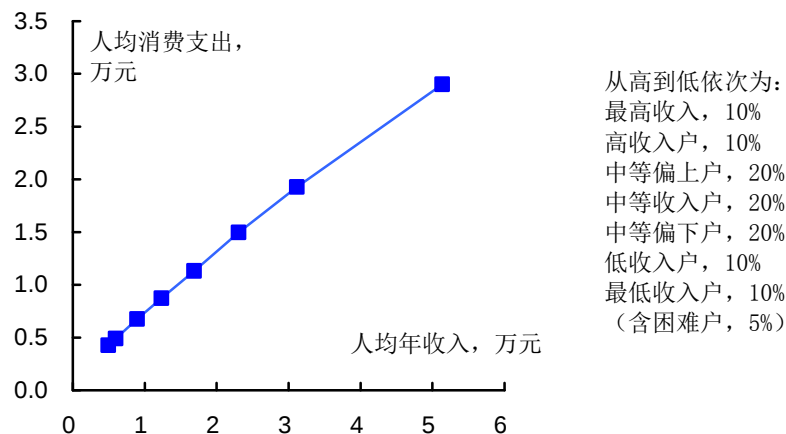
消费枣核化利好中档消费

中间阶层的壮大是中国正在发生的具有世界意义的事。在通胀高企的周期里，价格上涨吞噬了收入上涨，难以看到消费量的增长和质的提升；而在通胀下行的周期里，很可能发生“下层消费向上”，“上层消费向下”的“枣核化”过程。其原因在于：

- 1) 下层消费者的消费力不再受到价格压制。
- 2) 经济降温导致企业和政府节省开支，上层消费适当下行。

需要指出，国内语境下的“中产阶级”标准（如受过高等教育、有车、有房、每年出国旅游等）已经远远超出了其字面意义。这里我们说“中间阶层”，统计意义上讲“中间阶层”是指那些年收入3-6万元左右的个人或8-12万元左右的家庭（也因地域不同而有差异）。

图12：个人消费随收入增加边际递减（城镇居民，2009年）



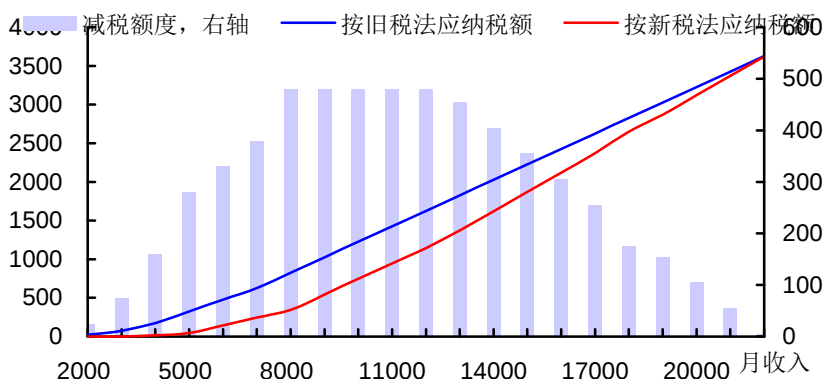
数据来源：中国统计年鉴（2009年），东方证券研究所

下层消费向上

底层消费的升级来源于底层收入的不断增长。我们认为，底层收入的增长主要来源于三个因素：

- 首先，中国可能已经过了刘易斯拐点，人口红利的逐渐消失带来了劳动力价格的稳步攀升。自2004年爆发“民工荒”之后，农民工工资进入了7年的上涨通道，涨幅超过1倍。根据统计局4月份的数据，2011年一季度农民工的工资同比增长超过10%，突破1800元，并且仍有加速上升的趋势。
- 其次，在经济转型以及改善民生的大环境下，全国普遍上调基本工资。在2010年31个省市上调了最低工资标准之后，深圳、大连、温州等市在原本省最低线的基础上也相继上调了本市的标准，幅度达到了20%，低收入者成为最直接的受益者。
- 最后，2011年修订的个税条例降低了低收入群体的赋税。据财政部税政司的数据，起征点从2000元上升到3500元使有约6000万之前须纳税的人不需要再缴纳个人所得税。此外，对于应纳税所得额在1500元以下的纳税人税率也从初稿的5%降到了3%。对绝大部分中低收入群体而言，此次税法修正案增加了自身的可支配收入。

图13：个人所得税修订条例减少了中低收入阶层的税赋负担



数据来源：东方证券研究所

另外，“家庭补库存”也是一个潜在的消费扩张因素。我们的研究表明，日常消费和通胀的关系分三个阶段：

- 通胀初起来时，通胀预期促使提前消费，家庭进入“补库存”阶段；价量齐升造成表观消费迅速增长；
- 通胀触顶时，因价格昂贵，消费受到抑制，家庭进入“去库存”阶段；价升不及量减，表观消费额持平或略有下降；
- 通胀下行中，消费者重新进入“补库存”阶段，价格稳定，消费量环比恢复，表观消费额同比增速反弹（有时因前期基数较高，未必一定加速）。

上层消费向下

公务、政务、商务消费构成了高层消费的绝大部分——宴请、差旅、礼品、会议、调研等。在目前的经济形势下，宏观经济景气度低迷，美欧中日四大经济体都面临着深刻的结构性问题，增长动力不足。经济不景气在宏观上表现为总需求放缓，并导致通胀下行；在微观上则表现为企业营收减少，更注重成本控制。其结果，伴随通胀放缓，高端消费将向下沉，一方面数量减少，一方面档次也会下降。

“鉴于我们面临的困难，公司董事会决定，从今天起，董事总经理级别以下的人员出差5小时以内的行程原则上不得使用头等舱和商务舱。”

——高盛公司2008年的内部邮件

顶层消费仍具高度成长性

顶级消费是小众市场，其供需关系与宏观通胀状况未必有很大相关。在通胀高企时，顶级消费“机会成本”下降，从而显得“便宜”；通胀下行中则反之。

- 具有更多投资属性的奢侈品（如金银玉木古董等）有其自身逻辑，受风险偏好、流动性状况等影响显著
- 具有更多消费属性的奢侈品（如车船箱包笔表等）受整体经济景气影响显著，往往随通胀下行（作为经济下行的表象）而下行。全球观察，也有较强的地域差别。

但通胀水平不是影响顶级消费的主要因素，文化、心理、贫富差距、对未来的展望等才是决定性因素。另外，具有投资价值的消费如艺术品和收藏等则更多受到流动性环境的影响。

相关行业投资建议

如前所述，现阶段通胀下行且 PPI 快过 CPI 的特点提示我们：下游行业面临相对景气的基本面。

通胀下行中的消费行为变迁的分析则向我们进一步指出：低端和高端消费将更多向中端靠拢。

那么，中端消费需求可能蕴含着未来一段时间内最好的基本面。基于这个逻辑，我们把目光投向便捷酒店、中档餐饮、黄酒、国产红酒、中档品牌服饰、中医药、医疗器械、短途旅游、千元智能手机、网购等面临旺盛需求的子行业和子产品。

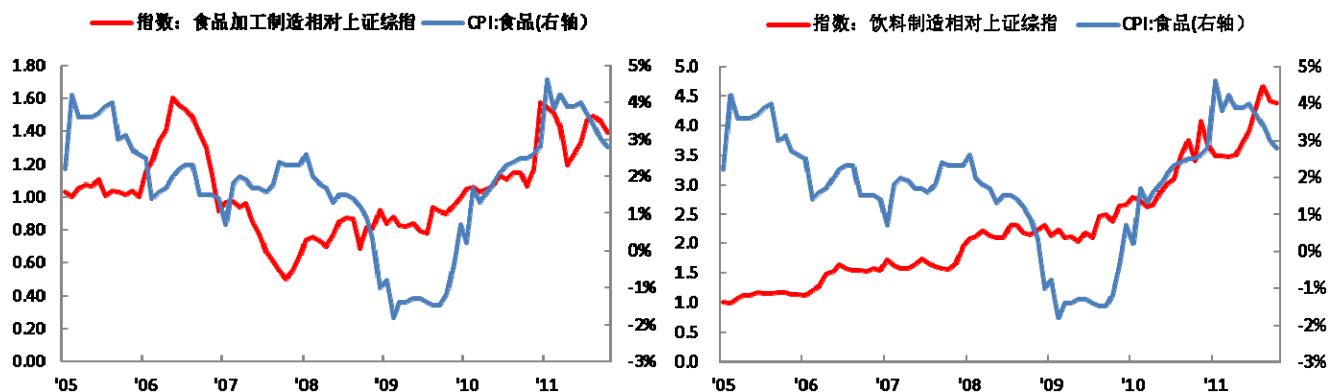
行业投资建议——食品饮料

食品饮料行业是对通胀最敏感的行业之一。通胀下行，尤其是肉类和菜类等食品价格稳定，将降低食品加工企业的成本，而消费枣核化的趋势将促进相关企业的需求。预期受益的企业将包括如得利斯（002330，未评级）、双汇发展（000895，未评级）、洽洽食品（002557）、好想你（002582，未评级）。

乳制品行业则更多受益于消费升级的趋势，光明乳业（600597）、伊利股份（600887）、黑牛食品（002387，未评级）等是其中的代表企业。

酒类中，物美价廉的黄酒面临增长的需求，而国产葡萄酒作为中档餐酒和进口酒替代品日益受到青睐。二者都还受到大闸蟹文化和葡萄酒文化推广普及的利好，将可能在酒类消费中异军突起。我们认为古越龙山（600059，未评级）和张裕 A（000869，未评级）可能获得相对收益。另外，啤酒和二线白酒中也蕴藏着机会，建议关注恰当的时机。

图14：食品 CPI 下行中，食品加工制造相对指数往往上升



数据来源：Wind，东方证券研究所

预期相关受益公司如下表：

表1：食品饮料行业相关受益公司

子行业	名称	流通 市值, 亿元	PE12	估值	理由	风险
肉制品	得利斯* 002330	9	30	高	1, 成本下行。 2, 募投项目进入成熟期, 将对业绩产生推动。	股指高。 食品安全问题。
肉制品	双汇发展* 000895	471	12	低	1, 受益于猪肉价格下行。 2, 集团有整体上市计划, 面临资源整合。	弹性低。 食品安全问题。
食品综合	洽洽食品 002557	17	26	中等	1, 成本下行。 2, 属休闲消费品, 需求稳定上行。	
食品综合	好想你* 002582	11	24	中等	1, 成本下行。 2, 销量快速增长。 3, 属中档消费品, 也可作礼品。	管理层未经考验。
乳品	光明乳业 600597	98	30	高	1, 消费升级方向之一, 稳定的需求扩张。 2, 在华东区有较高的品牌美誉度, 渠道也很足, 奶粉产品有望获得大幅增长。	新西兰投资可能拖累毛利率。
乳品	伊利股份 600887	363	18	低	1, 消费升级方向之一, 稳定的需求扩张。 2, 行业龙头, 全国销量增长很快。 3, 估值低。	弹性低。
葡萄酒	张裕 A* 000869	415	25	中等	1, 国产红酒属于中档酒类, 葡萄酒消费的扩张趋势明显。 2, 公司有健全的渠道。	1, 估值高。 2, 弹性一般。
黄酒	古越龙山* 600059	79	32	高	黄酒属于中档酒类, 江浙家庭自酿酒比例降低, 越来越多购买消费。	估值偏高。
软饮料	黑牛食品* 002387	11	27	中等	1, 液态乳需求增长快。 2, 股权激励。	

注：标注*的未评级上市公司相关数据取自 wind 资讯

资料来源：Wind, 东方证券研究所

行业投资建议——餐饮旅游

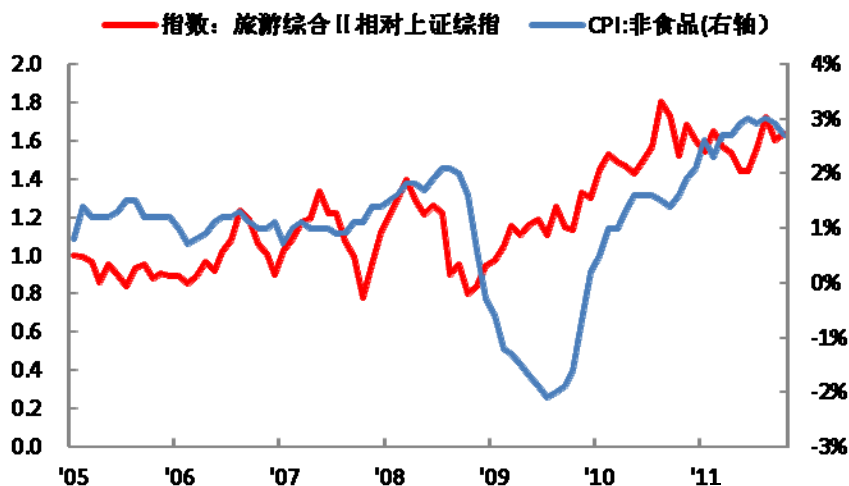
旅游行业一直面临供不应求的局面，是通胀下行中典型的受益行业。旅游消费升级表现在：1) 消费内容多元化，如文化旅游越来越流行；2) 消费频率更频繁，周末游、高铁游、汽车游、周边游等小规模旅游增多。3) 单次旅游消费额上看，也可能有一定提高。

餐饮和酒店是商务消费主导的领域，在经济景气低迷的环境下，人均消费降低不可避免。

餐饮子行业的上市公司中，湘鄂情（002306，未评级）有计划向中档餐饮拓展业务，如果成功，将提振公司业绩增长。

酒店子行业中，星级酒店的增长落后于便捷酒店。便捷酒店提供舒适清洁、满足基本需求的住宿条件，既可以被商务、公务客户接受，又可节省开支。便捷酒店“五朵金花”中，锦江股份（600754）是唯一在 A 股上市的，拥有强于大市的增长潜力。

图15：旅游行业相对收益在 CPI 下行时未必受损



数据来源：Wind，东方证券研究所

预期相关受益公司如下表：

表2：餐饮旅游行业相关受益公司

子行业	名称	流通 市值, 亿元	PE12	估值	理由	风险
酒店III	锦江股份 600754	87	27	中等	便捷酒店属中档住宿消费，在经济不景气中成为出差、旅行的更佳选择。	
旅游综合III	中国国旅 601888	63	25	中等	免税店购物仍是消费升级的选项之一。	
人工景点	宋城股份 300144	23	31	高	文化旅游是通胀下行中旅游消费升级的一个方向。	估值偏高。
餐饮III	湘鄂情* 002306	17	27	中等	管理层计划向中档消费靠拢。	向中档挺进的计划能否实现？

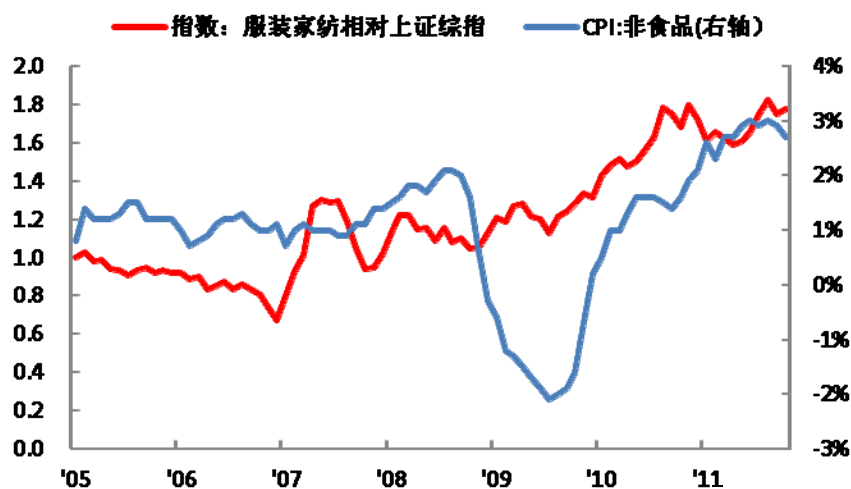
注：标注*的未评级上市公司相关数据取自 wind 资讯

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

行业投资建议——纺织服装

纺织服装板块中，纺织制造属中游行业，受棉花价格和布料价格波动影响很大；服装家纺属下游行业，需求旺盛，对通胀下行不敏感，行业景气度将保持相对较高。

图16：纺织服装子行业相对收益在CPI下行时未必受损



数据来源：Wind，东方证券研究所

相关受益公司如下表：

表3：纺织服装行业相关受益公司

子行业	名称	流通 市值, 亿元	PE12	估值	理由	风险
男装	九牧王 601566	32	22	中等	1, 休闲服装属中档消费。 2, 弹性高。	
男装	七匹狼 002029	113	21	中等	1, 男装中高档品牌，面临二三线城市消费升级的旺盛需求。 2, 已经历过去库存阶段，面临堆库存和需求双重利好。	业绩确定，缺少爆发力。
男装	报喜鸟 002154	67	17	低	男装中高档品牌，面临二三线城市消费升级的旺盛需求。	档次仍稍嫌高，产品线含正装。
男装	希努尔 002485	15	18	低	男装中高档品牌，面临二三线城市消费升级的旺盛需求。	正装占比较大。
其他服装	探路者 300005	22	33	高	1, 户外用品需求处于强烈增长中，随着汽车普及和收入提高，休闲消费正在升级。 2, 公司定位在中档品牌，做国外品牌的替代品。 3, 管理团队强，不少高管从安踏挖来。	估值较高。

休闲服装	搜于特 002503	14	23	中等	1, 休闲服装属中档消费。 2, 弹性高。	
休闲服装	美邦服饰 002269	291	17	中等	休闲服装品牌。	市值较高, 弹性低。
休闲服装	森马服饰 002563	34	18	低	1, 休闲服装品牌, 属于中档消费。 2, 童装业务属特色市场, 发展迅速。	

资料来源: Wind, 东方证券研究所

行业投资建议——轻工和家化

轻工行业涵盖较广, 既有身处中游的包装印刷子行业, 也有直接面对最终消费者的珠宝、文娱、家具、木材等子行业

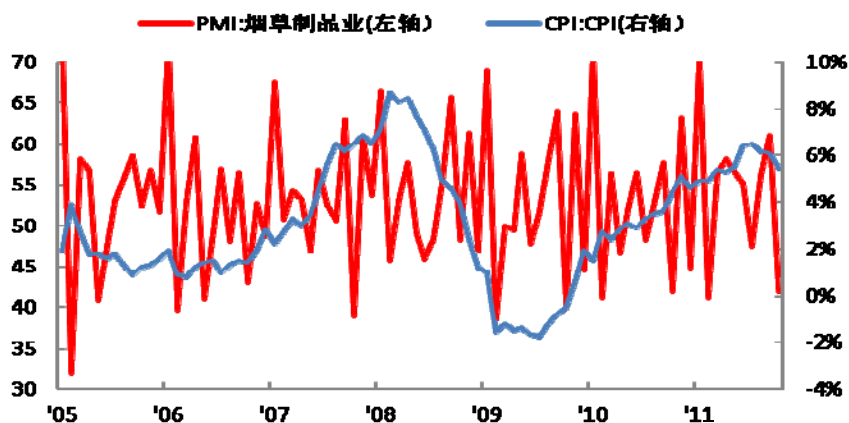
烟草行业 PMI 与通胀的相关度最低, 甚至表现出一定程度的负相关。在未来通胀下行的过程中, 烟草行业相对景气度应高于其他大多数产业。烟草行业没有上市公司, 但有不少公司主营业务是为烟草业提供原料的, 它们将面临较充沛的需求。这些公司包括: 劲嘉股份 (002191), 上海新绿 (002565), 凯恩股份 (002012), 恒丰纸业 (600356)。

家用轻工子行业中不少企业有大量的出口业务, 在全球需求放缓的大背景下将受到影响, 但也有不少公司将受益于消费升级, 相对行业其他公司获得更高景气度。

珠宝首饰大多属高档或奢侈消费品, 有其自身逻辑, 尤其是很多具有投资属性的奢侈品 (金银宝石等)。潮宏基 (002345) 的中档珠宝业务将帮助它在行业中获得相对收益。

其他轻工领域, 飞亚达 A (000026) 的中档手表业务有助于帮助它在通胀下行中建立优势, 但其高端进口手表代理业务可能受损。上海家化 (600315) 向中高档发展的计划也顺应消费升级的趋势, 可能获得较快利润扩张。

图17: 通胀上行或下行均不影响烟草行业的景气



数据来源: 物流与采购联合会, Wind, 东方证券研究所

相关受益公司如下表：

表4：轻工和家用化工行业相关受益公司

子行业	名称	流通 市值, 亿元	PE12	估值	理由	风险
日用化学产品	上海家化 600315	149	28	高	公司产品线属于中档。	
包装印刷III	劲嘉股份* 002191	63	14	低	主营业务含烟标制造。通胀下行中烟草行业相对景气度较高。	
珠宝首饰	潮宏基 002345	35	26	中等	中高档珠宝业务需求依然旺盛。	贵金属价格下行。
造纸III	恒丰纸业* 600356	17	11	低	主营业务含卷烟纸。通胀下行中烟草行业相对景气度较高。	
包装印刷III	上海新绿* 002565	10	20	低	主营业务含烟盒用纸。通胀下行中烟草行业相对景气度较高。	
文娱用品	星辉车模 300043	11	22	中等	部分产品直接面向终端市场，有一定定价权。	停牌中。
珠宝首饰	飞亚达* 000026	18	26	中等	中档表的市场主导品牌。	奢侈表代理业务下行。
造纸III	凯恩股份 002012	28	15	低	主营业务含烟用接装原纸。通胀下行中烟草行业相对景气度较高。	

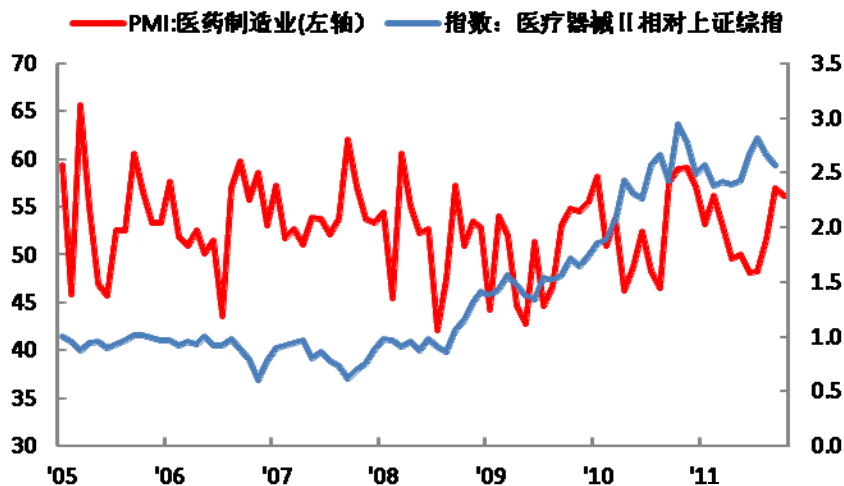
注：标注*的未评级上市公司相关数据取自 wind 资讯

资料来源：Wind，东方证券研究所

行业投资建议——医药

医药行业景气度一直维持较高水平，其中民营专科医疗和医疗器械受到国家政策扶持，需求面临旺盛局面，将在未来很长一段时间内保持较高增速。在通胀下行中可获得超额收益。医疗消费升级推出众多细分特色医疗，如爱尔眼科（300015）、通策医疗（600763）、有强大的内生性增长动力，虽然目前估值不低，但若遇到回调就是好的持入时机。

制药行业中，中药需求稳定，药材价格下行，是典型的被动型价格下行行业，在通胀下行中将受益。而参与国际合作生产特定中间体的行业面临稳定的长期增长，也将在未来一段时间内维持更高景气度。这一逻辑下典型的企业如江中药业（600750）、恩华药业（002262）、海翔药业（002099）、红日药业（300026）、翰宇药业（300199，未评级）等。

图18：医药制造业行业景气维持较高水平，医疗器械成长性较高


数据来源：物流与采购联合会，Wind，东方证券研究所

相关受益公司如下表：

表5：医药行业相关受益公司

子行业	名称	流通 市值, 亿元	PE12	估值	理由	风险
化学原料药	海翔药业 002099	28	22	中等	1, 国际合作中间体。 2, 定增。	
中药III	江中药业 600750	85	26	中等	中药材成本价格下行。	
化学制剂	恩华药业 002262	48	33	高	麻醉药物壁垒高，精神、神经类药物空间大，都将 在通胀下行中保持旺盛需求。	估值偏高。
化学制剂	翰宇药业* 300199	10	32	高	多肽仿药，需求增长快。	估值偏高。
化学制剂	红日药业 300026	15	23	中等	中药注射剂、中药颗粒潜力较大。	
医疗服务III	新华医疗* 600587	38	36	高	1, 基层医疗，需求增长快。 2, 资产注入。	估值偏高。
中药III	天士力 600535	216	28	中等	大白马且能维持较快增长，受益于中药现代化，需 求增长快。	弹性小。
医疗服务III	爱尔眼科 300015	31	40	高	特色医疗，内生性成长动力强劲，消费升级的受益 者。	估值偏高。
医疗服务III	迪安诊断* 300244	6	40	中等	第三方诊断需求快速增长。	估值偏高。

医疗服务III	通策医疗	38	36	高	特色医疗，内生性成长动力强劲，消费升级的受益者。	估值偏高。
	600763					

注：标注*的未评级上市公司相关数据取自 wind 资讯

资料来源：Wind，东方证券研究所

投资建议小结

通胀下行不单单是价格现象，背后还隐含着经济景气度下行。伴随这一过程的是消费行为从两端向中间靠拢的趋势。紧紧抓住这一过程中行业的需求和价格变化规律，寻找“供不应求”的行业和原料价格比产品价格下行更多的行业，是成功积极防御、取得相对收的关键。

附录：报告中涉及的股票评级情况揭示

表6：报告中涉及的股票评级情况揭示

股票名称	行业研究员 评级	股票名称	行业研究员 评级
湘鄂情（002306）	未评级	古越龙山（600059）	未评级
锦江股份（600754）	增持	张裕 A（000869）	未评级
中国国旅（601888）	买入	得利斯（002330）	未评级
宋城股份（300144）	买入	双汇发展（000895）	未评级
九牧王（601566）	买入	光明乳业（600597）	增持
七匹狼（002029）	买入	伊利股份（600887）	增持
报喜鸟（002154）	增持	黑牛食品（002387）	未评级
希努尔（002485）	增持	洽洽食品（002557）	买入
探路者（300005）	增持	好想你（002582）	未评级
搜于特（002503）	买入	海翔药业（002099）	买入
美邦服饰（002269）	买入	恩华药业（002262）	增持
森马服饰（002563）	买入	翰宇药业（300199）	未评级
上海家化（600315）	买入	红日药业（300026）	增持
劲嘉股份（002191）	未评级	新华医疗（600587）	未评级
上海新绿（002565）	未评级	爱尔眼科（300015）	增持
星辉车模（300043）	买入	迪安诊断（300244）	未评级
恒丰纸业（600356）	未评级	通策医疗（600763）	买入
凯恩股份（002012）	买入	天士力（600535）	买入
潮宏基（002345）	买入	江中药业（600750）	增持
飞亚达（000026）	未评级		

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，本公司或东证资管仍持有红日药业（300026.SZ）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，本公司或东证资管仍持有伊利股份（600887.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

根据公开信息披露：截止2011年三季报，东证资管持有迪安诊断（300244）股票198901股，占总股本0.39%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn