

温和通胀受益板块将成重要投资主题

A股市场投资策略分析

◎海通证券研究所

一、我国温和通胀趋势确立

1、我国已经进入温和通胀时代

我们认为我国已经进入温和通胀时代，并且属于混合型的通胀膨胀。对于投资品和资源类商品而言，其价格上涨可以归结为需求推动型，一般居民消费品以及服务价格的上涨则属于成本推进型，我们的判断来源于以下理由：

第一，世界经济强劲增长以及由此带来国际市场上以原油、有色金属等为代表的大宗商品价格大幅上涨对国内价格体系产生深远影响。美国经济在第二季度已经重拾增势；日本经济复苏形势良好；欧元区经济上半年明显好于预期，尤其是德国发展势头较好；新兴市场和发展中国家经济继续快速增长，其中中国、印度和俄罗斯经济增速尤为突出。在此背景下，2007年上半年OECD国家总体消费价格指数小幅上升，从2006年12月的116.7上升至2007年5月的119.5。其中美国消费物价指数一路飞涨，2007年1-6月份已经上涨4.9%，远高于去年全年的3.4%。

以石油和有色金属等为代表的大宗商品价格在未来相当长一段时期还将攀升。2007年1-6月，国际市场大宗商品价格继续高企，有色金属、钢材、钢坯价格涨幅较为迅速，原油、成品油、橡胶价格维持高位运行，玉米、大豆、塑料原料等均有一定幅度上升。

第二，受需求拉动和成本推动，国内很多商品价格面临较大的上涨压力。国内食品价格上涨压力不小，并且前期粮食和肉禽蛋价格上涨已经开始向相关行业传递。受国际粮食库存下降、国际价格传导，粮食用于替代能源生产、国内自然灾害频繁、农资成本上升、实行最低收购价等因素影响，近期粮食价格难以回落，有可能继续保持小幅上涨趋势。粮食是基础性产品，粮价上涨必然带动食品价格上升。

国内要素价格面临恢复上涨压力。国内经济高速发展导致对生产要素的需求不断加大，形成需求推动型的通胀膨胀。而且我国生产要素，如资金(利率)、土地、资源、环境等被严重低估，本身就面临较大的价格上涨压力。

第三，流动性充裕，货币信贷投放过多，进一步提高货币膨胀压力。相对过多的货币供给必然产生需求拉动型通胀膨胀，物价上涨终究可以归结于货币现象。从历史的M1增速和CPI数值对比可知，CPI数值的增长一般比M1增速提升滞后半年，由此可以推断，目前较高的M1投放必然会导致CPI数值进一步提升。

第四，通胀预期增强，对价格形成进一步的上涨压力。人民银行

2007年第二季度全国城镇储户问卷调查显示，居民对未来物价预期指数达到40.2%，是1999年调查以来的次高水平。此外，公众对通胀的感受主要基于经常购买商品价格，当前价格上涨最快的肉禽蛋是居民日

常消费的重要商品，因此居民感受到的通胀可能高于实际通胀水平。

2、2007-2009年我国出现严重通胀的可能性较小

尽管我国通胀压力在增大，但我们认为2007-2009年我国出现严重通胀的可能性比较小。我们的理由是：

第一，供大于求格局依然没有改变。从当前社会总供给和总需求状况看，不存在商品价格总体持续上涨条件。现在是总供给大于总需求，许多产品都面临着产能过剩问题。据抽样调查，1997年底613种样本中供过于求的还占31.8%，供求基本平衡的占66.6%，供小于求的占1.6%。到2006年12月底，供给大于需要的比例为71.3%，供求基本平衡的占28.7%。

第二，政府对部分价格具有较强的调控能力。种种迹象表明政府正在加强对部分价格的监管，如对方便面相关企业串通涨价行为的处理。

初步预计，2007年、2008年、2009年中国居民消费物价涨幅分别为4%、4.5%、4.8%。

二、温和通胀受益板块将成为重要投资主题

1、A股已不便宜

无论从PE还是PB角度考察，A股市场都已经不便宜，是全球最贵的市场之一。

截至8月29日，上证综合指数市盈率达到47.53倍，比道·琼斯工业平均指数的15.78倍要高出201.20%，比以高科技企业为主的纳斯达克综合指数的35.66倍都要高出33.28%。深圳综合指数的市盈率更是高达74.99倍，比上证综合指数还要高出57.77%。

如果用PB指标来对A股市场和其它主要市场的估值进行比较，A股依然是全球最贵的市场。截至8月29日，上证综合指数的PB值为6.56倍，比道·琼斯工业平均指数PB值3.73倍要高出75.87%。深圳综合指数的PB值为7.21倍，比道·琼斯工业平均指数要高出93.30%。而且需要指出的是，A股公司的净资产收益率只有道·琼斯指数成份股净资产收益率的54%。

即使考虑到A股公司业绩高速增长，我们用2008年动态PE和PEG来考察A股目前的估值状况，A股估值依然不便宜。根据WIND系统提供的数据，截至8月31日，有券商研究员重点跟踪的公司2007年动态市盈率为39.22倍，2008年动态市盈率为30.12倍，仍然高出海外主要市场的估值水平。因为考虑到公司业绩成长性，道·琼斯工业平均指数的2007年、2008年动态市盈率肯定比2006年静态市盈率要低，但是A股2007年、2008年动态市盈率水平已经大大高出道·琼斯工业平均指数2006年静态市盈率水平。

因此，A股公司需要不断超出市场预期的业绩增长点，以降低和支撑目前高企的估值水平。

2、温和通胀将使相关行业上市公司受益

不便宜的市场需要不断的业绩

“惊喜”，我们认为2007年下半年最重要的三个业绩“惊喜”因素是：资产重组(包括行业并购和资产注入)、行业景气度的逆转和进一步提升以及温和通胀推动下的产品提价。

实质性的资产重组将给相关上市公司业绩带来不小的推动力，我们认为其中最值得关注的两类资产重组是行业内的资产并购以及实力大股东的资产注入这一类资产重组更值得期待。对于此类投资机会，我们建议投资者可以从三条线索来跟踪和把握：第一是重点关注股权时有资产注入承诺的公司；第二是紧密跟踪可能成为央企资产整合平台的上市公司；第三类是诸如天津、成渝、上海、东北等政府对国资整合力度较大地区的大型企业集团下面的上市公司。

行业景气度的逆转和继续提升对行业内的上市公司尤其是强势公司业绩提升的作用不言而喻。这类机会中，建议投资者重点关注造纸、消费品、铁路等。

温和通胀推动下的产品提价，也会对很多上市公司业绩带来巨大提升。当然，其对不同行业的具体公司业绩影响大小我们还需要综合分析。但是我们认为，在我国宏观经济已经进入温和通胀状态背景下，温和通胀已经成为影响公司业绩的一个很重要的因素，它将成为今年下半年甚至更长时间里的一个重要投资主题。

三、布局温和通胀下的受益产业：下游消费和上游资源

1、怎样确定温和通胀下的受益行业

历史经验表明，通胀环境下价格变化的路径往往是从PPI到CPI，又从CPI反推至PPI，这是一个温和的、立体的循环上涨过程，不是平面的和直线的。在这个过程中，各个产业感知通胀价格变化的时间和程度是不同的。

我们的分析显示，当前显示出的温和通胀实际上起源于2002年，并已经在上中下游产业链中依次形成了两次上涨。第一轮价格上涨的高点，重工业、轻工业和CPI依次出现在2003年3月、2004年5月和2004年8月。

第二轮价格上涨同样是由重工业带动的。在第一轮上涨之后，经过半年回落，重工业价格指数在2003年9月再次上涨，并在2004年11月创出新高。此时促使中央政府进行大规模的宏观调控，重工业指数随之回落。但重工业价格指数的上涨在轻工业中的连续反应，是从2006年3月后才逐步显现出来。

一轮价格上涨过程中，往往最先上涨的是上游重工业等行业，然后再到中下游行业，最后才传递至终端的消费品(CPI)。也就是说，从PPI传导至CPI的路径是从重工业到轻工业，再沿着轻工业尤其是以农产品为原料的轻工业上涨这一条线上传递过来的。这表明，自2006年下半年以来，农产品价格出现的持续上涨是导致CPI价格快速上升的直接因素。由此可以进

一步判断目前价格上涨传递到什么产业环节。

我们的基本结论：第二轮价格上涨目前已经传递到了下游消费类行业，而且上涨还将延续一段时间，至少目前还不是最高点，年内CPI指数和轻工业指数还将进一步创出新高。而上游价格在持续两年零八个月的回调后，也有可能开始反弹。因此，我们建议重点关注的行业次序：首先是下游消费类行业，其次是下游资源，最后才是中游行业。实际上，价格上涨点传递到产业链中的哪一个环节，哪个环节上的行业就受益。

根据WIND系统提供的数据显示，价格传递过程与行业上市公司利润变化是基本一致的。2003年净利润增长最快的两个行业是黑色金属和有色金属行业；2004年是食品饮料和采掘业；2005年是餐饮旅游和纺织服装；2006年是农林牧渔、信息设备、有色金属和房地产。从行业毛利率变化上看，2003年、2004年重工业价格指数上涨时，采掘业等明显受益、钢铁类价格大涨，钢铁类上市公司毛利率大幅上升；2006年3月轻工业指数和CPI指数上涨时，消费类行业的毛利率在上涨。如饮料类上市公司的毛利率在2006年3月后出现两次大幅提升，而农产品类上市公司毛利率在2006年3月止跌回升；PPI指数中黑色金属行业指数自2006年3月率先止涨时，钢铁类上市公司毛利率就快速大幅反弹，而对应的以钢铁为主要原材料的电气设备行

业毛利率则一路下滑。

2、什么样的消费类行业与资源类行业值得关注

我们的总体思路是：选择产品溢价能力强、成本上涨压力不大或者可以转嫁的行业及其龙头公司。

温和通胀背景下，很多行业产品都面临较大的上涨压力。但是行业竞争格局不同，其涨价幅度和速度也不同。行业竞争格局稳定、供给短期难以大幅提升并且消费价格弹性相对较小的行业涨价能力最强，我们倾向于重点关注此类行业。

在考虑产品价格提升给公司带来收入增长的同时，我们还需要考虑原材料价格上涨带来的成本上升。我们倾向于重点关注原材料上涨压力不大或者可以转嫁的行业，这类行业应该属于下面情况的一种：(1)原材料成本中可变成本占比相对较小；(2)原材料市场竞争激烈，产品涨价能力弱；(3)产品市场竞争格局稳定，产品提价能力强，成本压力可以转嫁。

3、重点关注的行业及公司

显然，符合产品涨价能力强、同时成本压力不大或者可以转嫁这两个条件的行业公司，在温和通胀期间公司盈利会得到比较明显的提升。因此我们也就按照产品价格涨价能力和成本结构和转嫁能力两条线索对A股公司从行业角度进行梳理，以找到最佳的投资品种。

通过梳理，我们重点推荐的行业和个股见下表。

(执笔：黄泽丰、陈久红、吴一萍、张冬云)

温和通胀受益行业及重点公司一览

股票代码	股票名称	EPS(元/股)		PE(倍)	
		2006	2007	2008	2006
食品饮料					
600519	贵州茅台	1.59	2.16	3.05	100
000858	五粮液	0.43	0.44	0.62	84
000568	泸州老窖	0.39	0.67	1.13	152
000869	张裕A	0.84	1.14	1.59	81
600616	第一食品	0.43	0.55	0.66	81
百货					
600859	王府井	0.49	0.58	0.81	105
600628	新世界	0.26	0.34	0.44	81
600729	重庆百货	0.42	0.55	0.68	76
600631	百联股份	0.24	0.33	0.42	104
600280	南京中商	0.36	0.49	0.56	58
旅游					
600054	黄山旅游	0.31	0.38	0.54	123
000888	峨眉山	0.17	0.21	0.34	102
002033	丽江旅游	0.43	0.54	0.62	59
600258	首旅股份	0.34	0.47	0.70	144
房地产					
000002	万科A	0.49	0.66	1.08	69
600675	中华企业	0.62	0.62	0.83	59
600048	保利地产	0.60	1.20	2.16	142
000024	招商地产	0.92	1.50	2.00	88
银行					
600000	浦发银行	0.77	1.14	2.10	73
600036	招商银行	0.48	0.93	1.41	80
600016	民生银行	0.38	0.38	0.55	45
资源类					
601600	中国铝业	0.97	1.00	1.20	52
600497	驰宏锌锗	2.16	3.90	4.20	40
600362	江西铜业	1.59	1.60	2.30	25
600188	兖州煤业	0.36	0.62	0.87	63

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:8月10日至9月10日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E净利同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B