

宏观经济及资本市场预测月报

民生证券研究所

2011 年 08 月 29 日

要点综述

CPI、PPI、民生核心 CPI 三大指标回落趋势形成，但下降幅度有限。总量紧缩政策保持既有力度，信贷投放量控制依然较紧，人民币升值或加速。三季度 GDP 增速将低于二季度，经济增长朝继续“软着陆”的调控方向演进。

通胀向下、经济软着陆以及海外市场日趋明朗之际，9 月份市场将好于 8 月份，震荡回升。成长和消费仍是主推品种，随着十七届六中全会的临近，选择政策有驱动、业绩有支撑的细分行业；预期好转下，适当加大以煤炭为代表的低估值周期品的配置。

组 长： 滕 泰

副 组 长： 郝大明 张 琢

小组成员： 张 磊 李少君 伍艳艳 陆俊龙 马 科 赵丽娜 曹又丹

目 录

汇率判断：人民币升值加速	4
外贸形势：出口平稳，进口趋缓，顺差维持高位	5
（一）预测 8 月出口继续平稳增长	5
（二）需求回落，工业去库存致进口需求减弱	5
（三）预测 8 月贸易差额 302 亿美元	6
经济增长：8 月增速回落	8
（一）投资增速：预测 8 月增长 22.5%，比 7 月回落 2.0 个百分点	8
（二）消费：通胀抑制消费意愿和消费能力	8
（三）工业增加值：8 月增长 13.5%，比 7 月回落 0.5 个百分点	9
（四）GDP 增速：三季度“软着陆”	9
物价走势：回落趋势形成	11
（一）CPI：预测 8 月同比上涨 6.0%，比 7 月回落 0.5 个百分点	11
（二）翘尾回落，投资趋缓，去库存压力下 8 月 PPI 回落	11
（三）民生核心 CPI：8 月将小幅回落	12
货币形势预测：7 月“意外”，8 月“平淡”	13
（一）预计 8 月新增信贷 5300 亿	13
（二）7 月“意外”因素无存，8 月货币小幅回落	14
政策判断：汇率调整成为内外均衡的关键	15
（一）存款准备金率：上调可能性不大	15
（二）利率：不加息	15
（三）公开市场操作：流动性调节的主要工具	15
（四）新增信贷：三季度偏紧，四季度定向宽松	16
（五）人民币升值成为货币政策首选	16
业绩与估值：中报预增 24%	17
（一）已公布中报业绩良好，增速较 2010 年同期下滑	17
（二）8 月底中报将披露完毕，预计中报业绩增长 24%	18
（三）消费板块一致盈利预测上调	19
（四）市场估值继续探底，中小股票市盈率略有回升	19
市场判断：行情回暖	21
（一）宏观资金面略有改善，股市资金供求关系好转	21
（二）市场情绪谨慎，结构分化依然显现	22
（三）市场判断：行情回暖	23
主要行业观点	24
月度股票组合	30

关键指标及预测

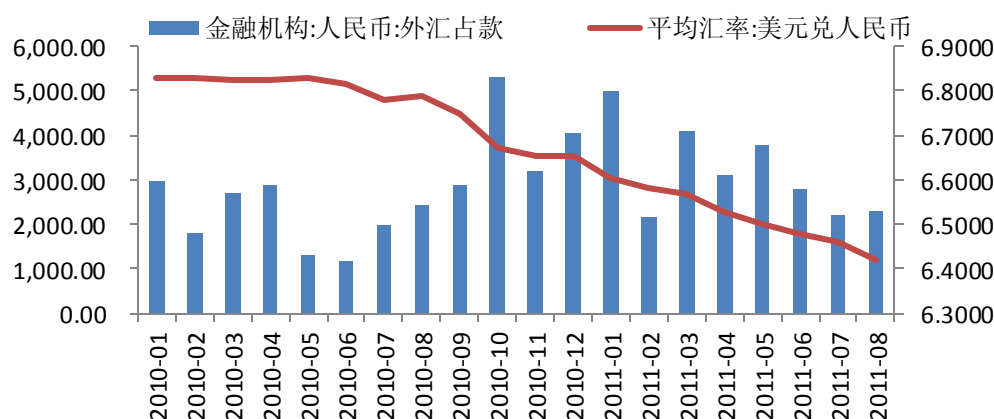
指标	2月	3月	4月	5月	6月	1-6月	7月	8月E	2011E
经济增长									
GDP 增速 (%)		9.7			9.5	9.6		9.2	9.3
工业增加值增速 (%)	14.9	14.8	13.4	13.3	15.1	14.3	14.0	13.5	13.0
全社会用电量增速	15.3	13.3	11.5	10.5	12.7	12.2	11.7	10.0	11.0
工业企业利润增速 (%)	34.3	32.0	29.7	27.9	28.7	28.7	28.3	27.8	22.0
固定资产投资增速 (%)	24.9	25.1	26.1	26.7	25.2	25.6	24.5	22.5	22.5
房地产开发投资增速 (%)	35.2	33.2	34.6	35.4	28.9	32.9	36.5	32.0	29.5
社会消费品零售总额增速 (%)	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	16.8	17.2	16.6	16.5
商品房销售增速 (%)	13.8	15.8	-9.9	18.5	25.4	12.9	17.8	10.6	10.0
汽车销量增速 (%)	4.6	5.4	-0.2	-3.9	1.7	3.4	3.5	-2.0	5.0
进出口总额增速 (%)	10.7	31.4	25.9	23.5	18.5	25.6	21.5	21.7	23.8
出口 (%)	2.4	35.8	19.9	19.4	17.9	24	20.4	23.9	18.5
进口 (%)	19.7	27.4	21.8	28.4	19.3	27.6	22.9	18.9	26.5
贸易差额 (亿美元)	-75.6	-0.02	113.8	130.5	222.7	452.4	314.8	302	1100
物价指标									
CPI (%)	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	5.4	6.5	6.0	4.9
食品 CPI	11.0	11.7	11.5	11.7	14.4	11.8	14.8	13.3	10.0
非食品 CPI (%)	2.3	2.7	2.7	2.9	3.0	2.7	2.9	2.8	2.7
PPI (%)	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.0	7.5	7.0	6.2
货币与政策									
新增信贷 (亿元)	5356	6794	7396	5516	6339	41801	4926	5300	75000
新增外汇占款 (亿元)	2145	4079	3107	3764	2773	20885	2193	2300	38500
M1 (%)	14.5	15	12.9	12.7	13.1	-	11.6	11.3	13
M2 (%)	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	-	14.7	14.6	15
存准率 (%)	19.5	20	20.5	21	21.5	-	21.5	21.5	21.5-22
一年期存款利率	3	3	3.25	3.25	3.25	-	3.5	3.5	3.5-3.75
一年期贷款利率	6.06	6.06	6.31	6.31	6.31	-	6.56	6.56	6.56
人民币对美元汇率	6.58	6.56	6.53	6.5	6.48	6.54	6.46	6.38	6.13-6.25

数据来源：国家统计局，中国人民银行，民生证券研究所

汇率判断：人民币升值加速

- 跨境贸易人民币结算扩展至全国，跨境人民币投资加速推进，欧美债务危机背景下人民币国际化进程加快，人民币升值在前，国际化在后有助于将升值收益锁定在国内。
- 7月贸易顺差扩大至314.8亿美元，8月顺差有望继续保持高位，FDI增速减缓，预测8月外汇占款仍会达到2300亿元左右。加速人民币升值成为抑制外汇占款及外汇储备过快增长最重要手段。
- 人民币汇率较均衡汇率仍偏差10.9%左右。三次加息后，内部政策紧缩空间收窄，利率、准备金操作空间有限；加速人民币升值既是纠正内外失衡的必然选择，也是以市场手段调整经济结构的必然要求。
- 预计9月人民币兑美元汇率将逐步向6.35靠拢。

图 1：9月人民币继续升值



资料来源：Wind，民生证券研究所

汇率与外贸小组

张 磊、曹又丹

电话：(8610)85127662

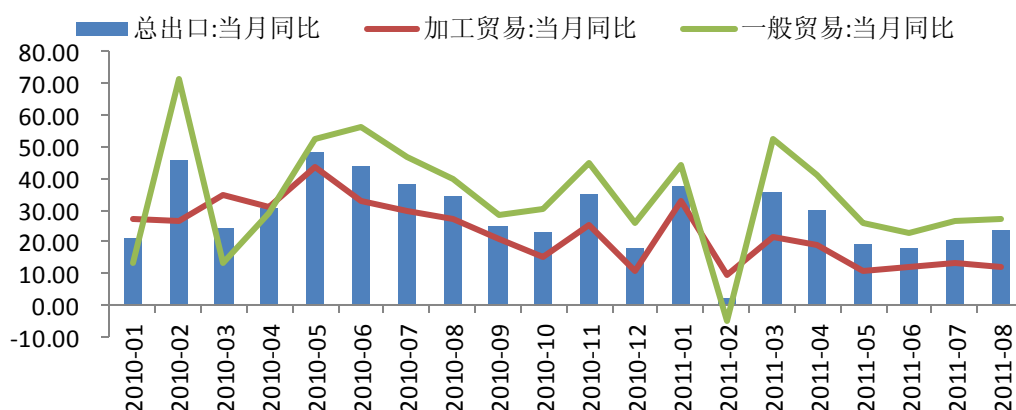
邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

外贸形势：出口平稳，进口趋缓，顺差维持高位

（一）预测 8 月出口继续平稳增长

- 美欧批发及零售库存继续回升，预示进一步增加产品进口需求；日本震后复苏重建加速进口需求。现有贸易分工格局下，预计三大经济体对中国商品进口需求继续保持平稳。
- 从新出口订单领先实际出口 2-3 个月特征看，8 月出口较 7 月微幅减缓。但人民币升值推动出口抢订单效应继续维持，推动出口增速保持高位。
- 8 月，预计中国加工贸易出口保持平稳增长，同比增速在 12.1% 左右；一般贸易出口增速有所加快，同比增长 27.1% 左右；总出口同比增长 23.9 % 左右。

图 2：预测 8 月出口同比增长 23.9%



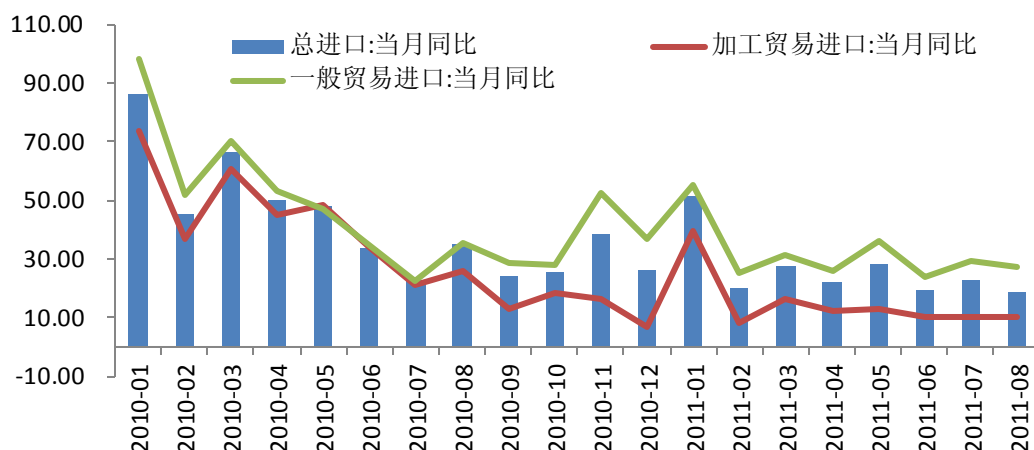
资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）需求回落，工业去库存致进口需求减弱

- 去库存压力下，国内投资需求继续减弱，大宗商品价格小幅回落，预计进口价格指数继续小幅下降，进口增速同比下滑。

- 劳动力成本上涨正逐步成为抑制加工贸易进口的重要因素，加工贸易进口在进口中的比例持续下降。
- 预计 8 月加工贸易进口增速为 10.2%，一般贸易进口增速为 26.9%，预测总进口同比增速为 18.9%。

图 3：预测 8 月进口同比增长 18.9%

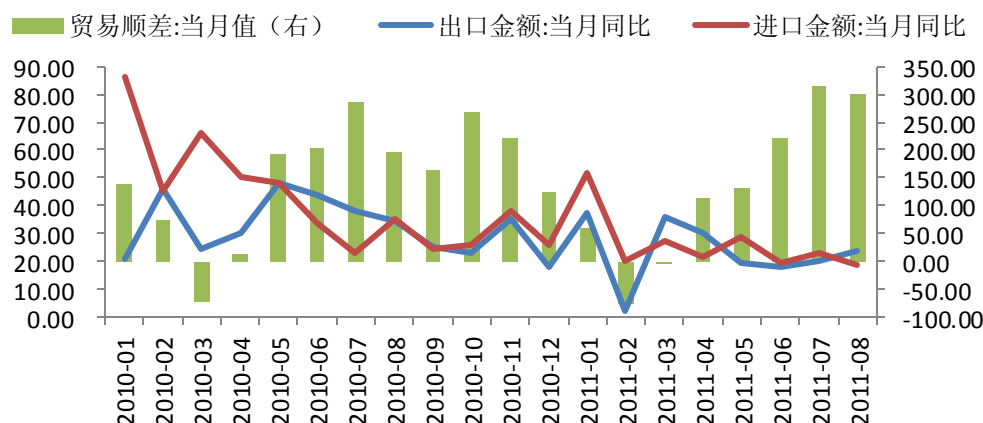


资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）预测 8 月贸易差额 302 亿美元

- 8 月出口继续保持平稳增长，一般贸易进口提速，但去库存导致的投资需求回落及劳动力成本上涨制约，加工贸易进口增速减缓，预计 7 月贸易顺差可达 302 亿美元。

图 4：预测 8 月贸易顺差 302 亿美元



资料来源：Wind，民生证券研究所

汇率与外贸小组

张 磊、曹又丹

电话：(8610)85127662

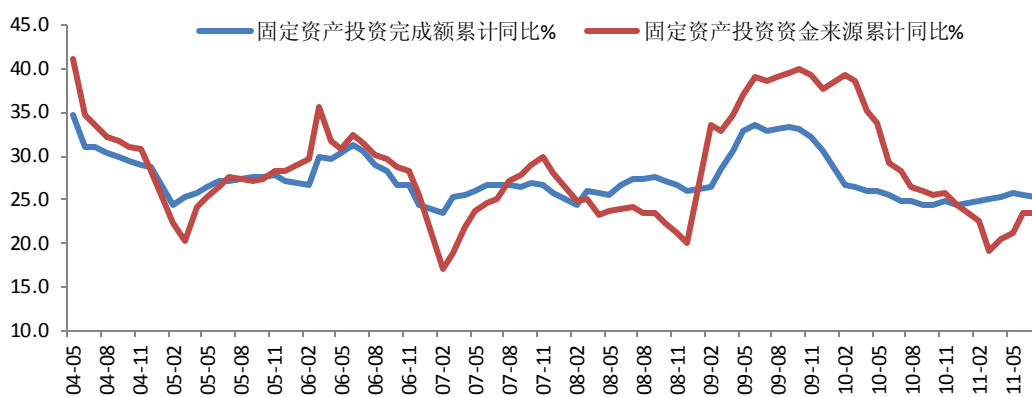
邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

经济增长：8月增速回落

（一）投资：预测8月增长22.5%，比7月回落2.0个百分点

- 资金来源不足。1-7月固定资产投资资金来源增长23.4%，低于固定资产投资完成额增速（25.4%）。1-7月投资资金来源中，国内贷款增长10.6%，而2010年同期为23.3%，2009年前10个月为49.2%。

图 5：固定资产投资增速与资金来源增速



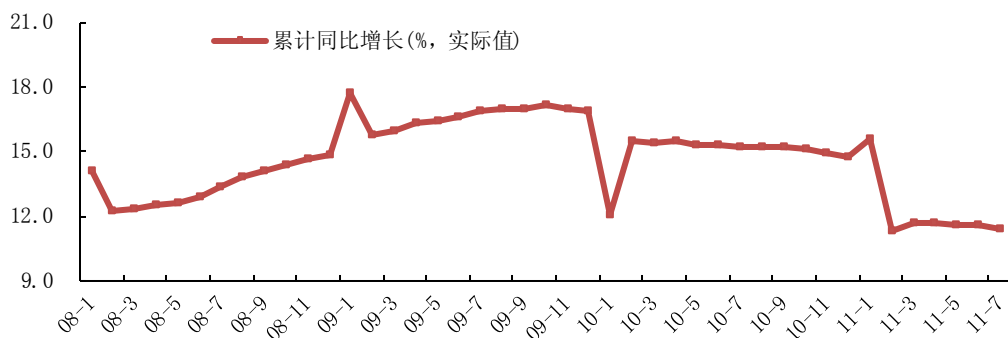
资料来源：Wind，民生证券研究所

- 投资成本上升。连续五次加息后贷款利率高企，固定资产投资价格二季度同比上涨6.7%，比一季度提高0.2个百分点。
- 制造业投资、商品房开发投资、公路铁路投资和市政投资增速下滑，“十二五”规划项目投资、水利投资、新兴产业投资和保障房投资等将对投资增长形成一定支撑。

（二）消费：预测8月增长16.6%，比7月回落0.6个百分点

- 8月CPI同比上涨6%，比7月回落。
- 8月物价仍然较高，居民消费信心和消费意愿仍受到较强影响。
- 小排量车购置税优惠等政策取消的影响依然存在。

图 6：社会消费品零售总额实际增速

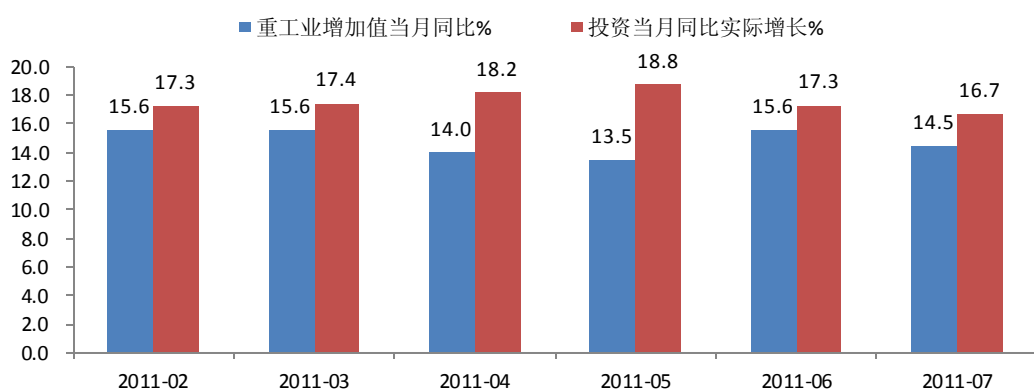


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 工业增加值: 8 月增长 13.5%, 比 7 月回落 0.5 个百分点

- 投资需求放缓, 影响重工业生产。
- 淘汰落后产能和库存增加影响工业生产。
- PPI 较高, 工业企业效益较好, 对工业生产形成一定支撑。

图 7: 重工业增加值增速与投资增速

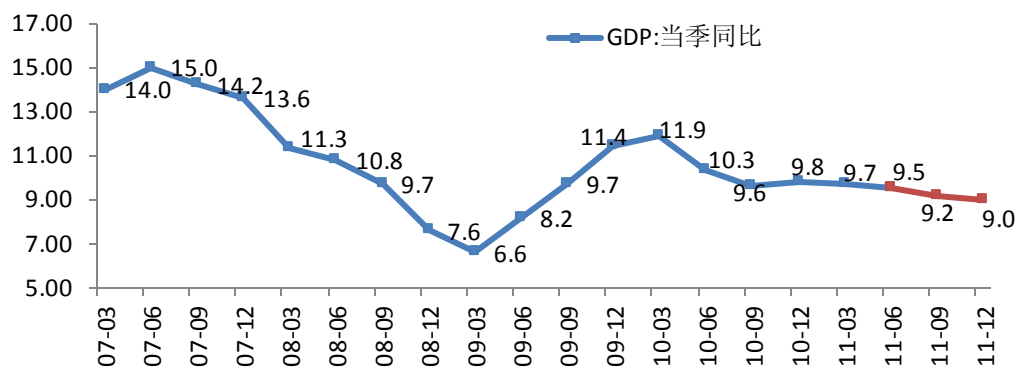


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(四) GDP: 三季度增长 9.2%, 四季度 9.0%

- 通胀压力将使三季度货币政策保持既有力, 投资放缓。三季度 GDP 增速低于二季度。
- 四季度“十二五”规划投资、水利投资、新兴产业投资和保障性住房投资等支持投资平稳增长, 但出口增速四季度将会下滑。
- 四季度个税起征点等促进消费的政策出台, 消费实际增速将回升。

图 8: 三四季度 GDP 增长预测



资料来源: Wind, 民生证券研究所

经济增长小组

郝大明、张磊、伍艳艳

电话: (8610)85127658

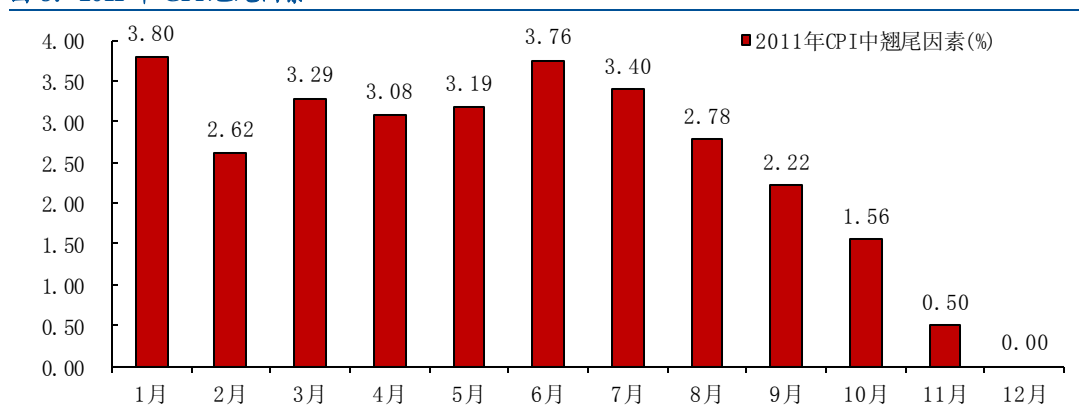
邮箱: haodaming@mszq.com

物价走势：回落趋势形成

（一）CPI：预测 8 月同比上涨 6.0%，比 7 月回落 0.5 个百分点

- 食品价格基本稳定。8 月以来，猪肉价格上涨明显放缓；蔬菜价格和水产品价格下跌，前两周食用农产品价格环比下跌，预测 8 月食品价格环比上涨 0.5%。
- 投资和消费继续放缓，非食品价格上涨 2.8%，比 7 月回落 0.1%。
- 8 月翘尾因素比 7 月低 0.5 - 0.6 个百分点。
- 预测 CPI 同比年底回落到 4%，全年 4.9%。

图 9：2011 年 CPI 翘尾因素

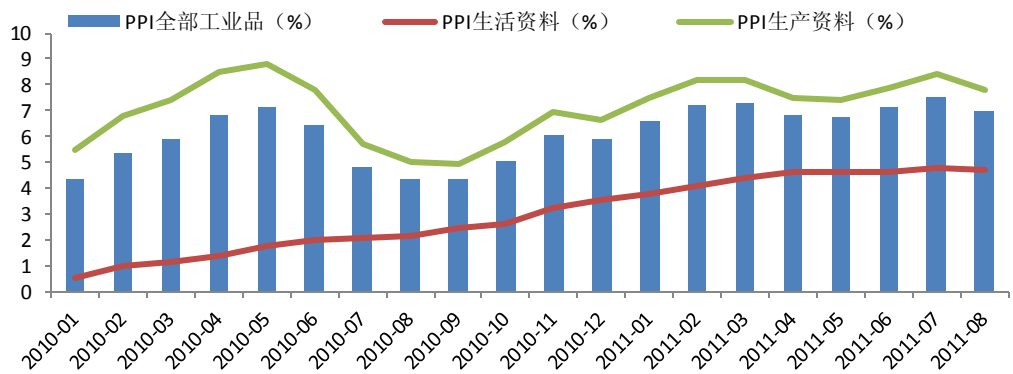


资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）PPI：翘尾回落，投资趋缓，去库存压力下 8 月 PPI 回落

- 8 月 PPI 翘尾因素较 7 月回落 0.4% 左右。
- 新涨价因素方面，货币政策难见放松，去库存导致投资需求回落，投资实际增速趋缓，PPI 回落压力增大。
- 8 月粮食价格微涨，猪肉价格涨幅减缓的，PPI 生活资料保持稳定。
- 预计 8 月 PPI 生活资料同比上涨 4.72%，PPI 生产资料同比上涨 7.83% 左右，全部工业品 PPI 同比上涨 6.96%。

图 10: 翘尾回落, 需求趋缓拉动 8 月 PPI 回落



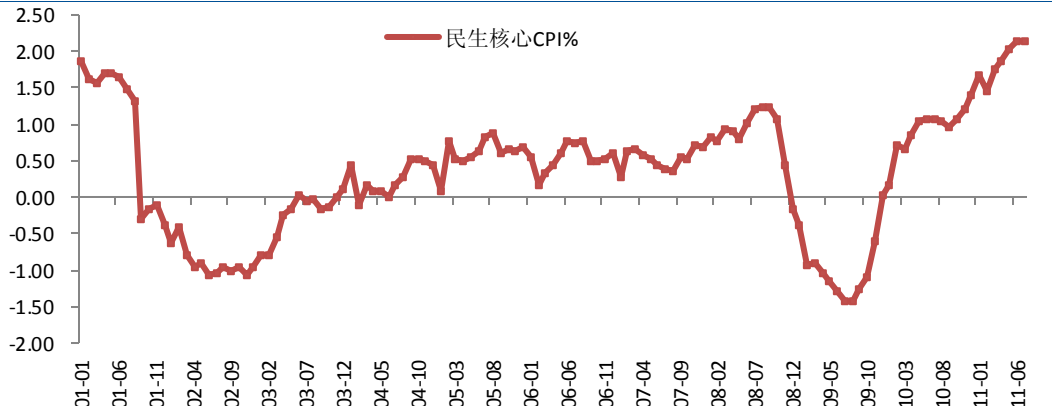
资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 民生核心 CPI: 8 月将小幅回落

7 月民生核心 CPI 同比上涨 2.140%，比 6 月回落 0.007 个百分点。预测 8 月继续回落。

- 成品油价格松动，交通通信服务价格回落。
- 建房及装修材料价格回落，租房旺季已过，房租上涨趋缓，8 月居住价格回落。
- 衣着类去年 8 月价格环比下降 0.7%，今年 8 月同比涨幅仍将有所扩大。
- 家电产品惠民补贴于 5 月底到期，6 月价格上调，8 月稳定。
- 医疗保健和娱乐教育文化政府指导价比重较大，价格将保持稳定。

图 11: 7 月民生核心 CPI 略有回落



资料来源: Wind, 民生证券研究所

物价小组
郝大明、张磊、伍艳艳
电话: (8610)85127658

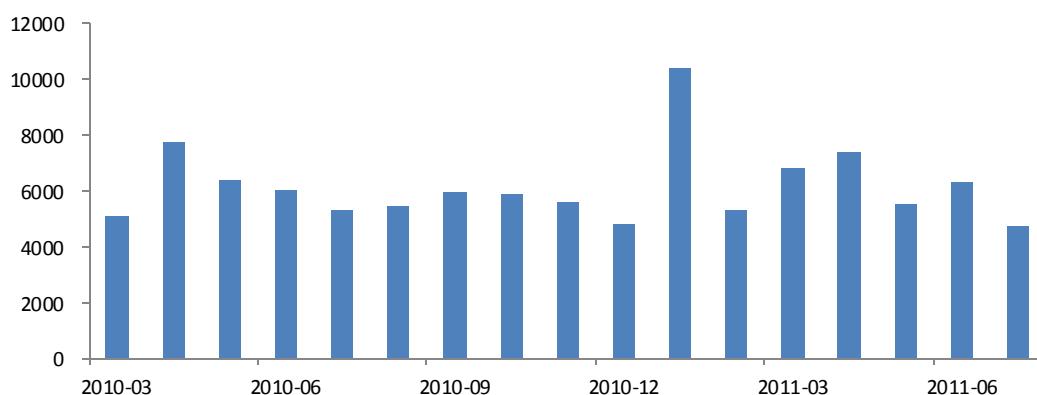
货币形势预测：7 月“意外”，8 月“平淡”

（一）预计 8 月新增信贷 5300 亿

三因素致 7 月信贷数据显著低于预期：

- 商业银行理财产品集中到期和表内外转化导致 7 月份存款新增显著低于市场预期；
- 存款减少和以存定贷大幅缩减银行信贷投放能力；
- 季节性财政缴款致财政存款大幅上升 4592 亿；

图 12：2010 年以来月度新增信贷（人民币 亿元）



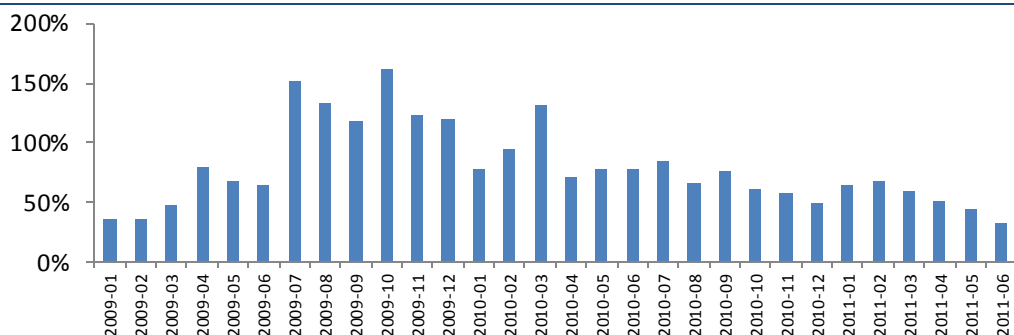
资料来源：Wind，民生证券研究所

预计 8 月新增信贷将较 7 月份回升，新增 5300 亿：

- 7、9 两月受冲时点因素和时点拖尾等季节性因素影响较大，8 月份以“平淡”为主，预计新增 5300 亿。
- 从贷款的期限结构看，中长期贷款占比下降趋势仍将延续：商业银行“贷长、贷大、贷集中”转型方兴未艾；平台贷、开发贷限制逐渐增强。
- 从贷款的客户结构来看，中小企业贷款比重将维持上升趋势：《商业银

行资本管理办法（征求意见稿）对微小企业贷款的风险权重下调至75%；监管层对该类贷款的资产证券化持支持态度，有利于银行风险释放；该类企业议价能力较差，贷款收益高，有利于银行以价补量。

图 13: 2010 年下半年以来，中长期新增贷款占比逐渐走低



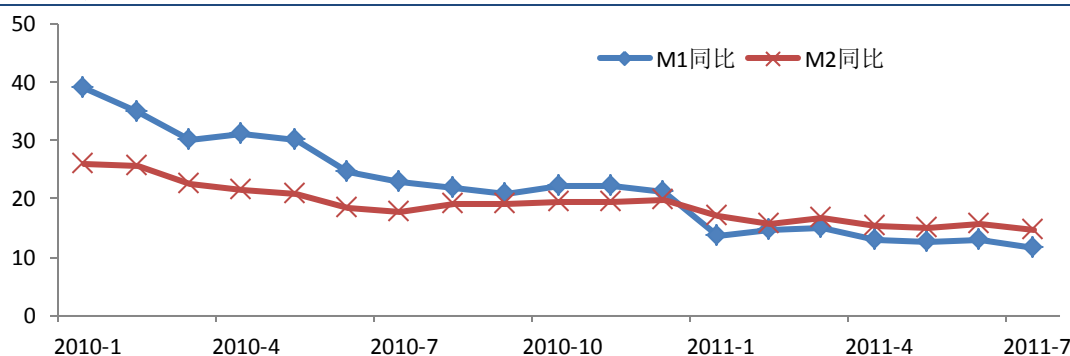
资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 7 月“意外”因素无存，8 月货币小幅回落

预计 8 月货币供给将逐步回升：

- 7 月 M1、M2 增速较我们预期的 12.9% 和 15.5% 分别低 1.3 和 0.8 个百分点，主要原因为财政缴款、贷款低于预期和理财产品扰动等影响；
- 8 月财政缴款等扰动因素影响逐渐消退；
- 新增信贷将回升至常规水平；
- 预计 8 月 M1 增速 11.3%，M2 增速 14.6%。

图 14: 冲时点拖尾导致 7 月货币增速低于预期



资料来源: Wind, 民生证券研究所

政策判断：汇率调整成为内外均衡的关键

三季度通胀回落幅度有限，货币政策将保持既有的调控力度，信贷投放量控制较紧，人民币升值成为实现内外均衡的关键。

（一）存款准备金率：上调可能性不大

- 下半年央票到期 9380 亿元，比上半年减少 12640 亿元。
- 进口关税下调，人民币升值速度较快，外汇占款增加较少，存准率上调的必要性降低。
- 企业资金紧张，中小企业融资难，上调存准率的可能性降低。
- 商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从 9 月 5 日起实行分批上缴，相当于未来 6 个月内上调两至三次存款准备金率。

（二）利率：不加息

- 相对于 2008 年通胀顶点 8.7% 对应的一年期存款利率 4.14%，目前相对利率水平高于 2008 年；以此进行比较，再次加息可能就“加过头”。
- 根据目前资金实际利率和企业承受能力来看，再次加息的可能性小。
- 国内需求放缓，欧美经济疲软，四季度出口可能下滑，经济担忧决定无需再次加息。
- 国内 CPI 回落趋势形成，负利率缓解，主要经济体仍维持低利率，并有再度量化宽松的可能。

（三）公开市场操作：流动性调节的主要工具

- 准备金率继续上调的必要性下降，继续上调面临较多的制约，下半年公开市场操作成为流动性调节的主要工具。
- 下半年央票到期量和外汇占款量都比上半年减少，公开市场操作压力

不大。

- 三季度流动性紧张，公开市场操作以投放流动性为主。

（四）新增信贷：三季度偏紧，四季度定向宽松

- 2009 年、2010 年和今年上半年大量投放货币对价格的压力仍然较大，价格回落趋势有待进一步确认。
- 投资和消费需求放缓，出口四季度可能下滑幅度较大。
- 欧美日等主要经济体货币政策可能再度宽松。
- 中小企业融资困难，水利投资、保障房投资、民生投资及西部开发投资需要资金支持。

（五）人民币升值成为货币政策重点

- 劳动力供求逆转，劳动力成本上升，廉价人民币促进就业政策需要改变。
- 出口和贸易顺差持续增加，外汇储备成为宏观调控和经济发展的负担。
- 人民币国际化快速推进，人民币升值步伐领先于人民币国际化速度。

政策研究小组
郝大明、李少君

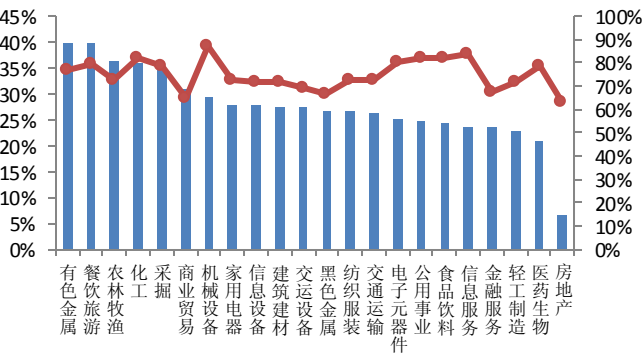
电话：(8610)85127658
邮箱：haodaming@mszq.com

业绩与估值：中报预增 24%

（一）已公布中报业绩良好，增速较 2010 年同期下滑

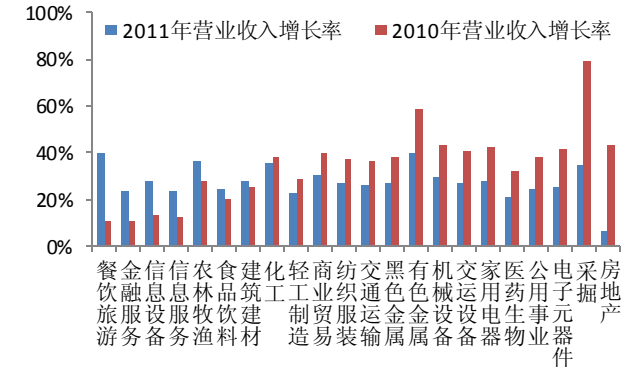
- 截止 8 月 25 号，沪深两市有 1719 家上市公司公布中报。营业收入总额同比增长 27.5%，净利润总额同比增长 27.9%。
- 增速较 2010 年有所下滑。可比上市公司 2010 年中报营业收入增长 30.4%，净利润增长 42.3%。高企的通胀和紧缩政策压力下，原材料和资金成本上升对上市公司业绩造成压力。
- 营业收入方面，有色金属、餐饮旅游、农林牧渔和化工行业增速超过 35%；医药生物、轻工制造、金融服务和信息服务行业增速不足 24%；房地产行业的增速仅有 6.8%。

图 15: 已公布中报营业收入增速及公布比例（红色、右轴）



资料来源：wind，民生证券研究所

图 16: 已公布中报公司 2011 和 2010 营业收入增长率

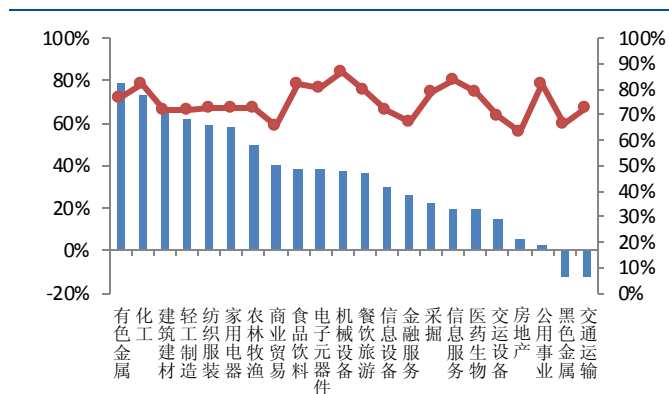


资料来源：Wind，民生证券研究所

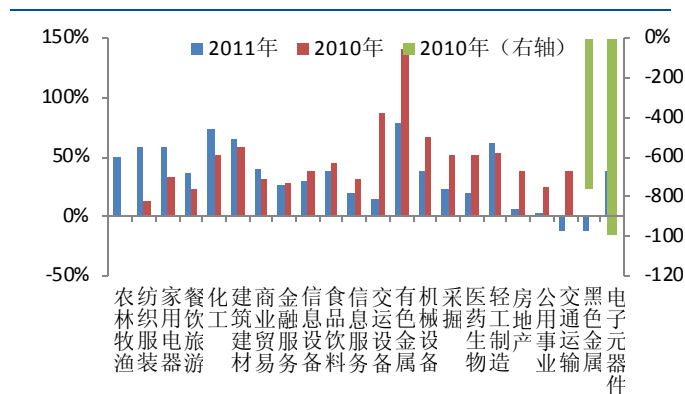
- 行业净利润方面，有色金属、化工、建筑建材和轻工制造行业增速在 60% 以上；公用事业和房地产行业净利润增速不足 6%；而交通运输和黑色金属行业净利润负增长，分别为 -12.9% 和 -12.6%。

图 17: 已公布中报净利润增速及公布比例（红色、右轴）

图 18: 已公布中报公司 2011 和 2010 净利润增长率



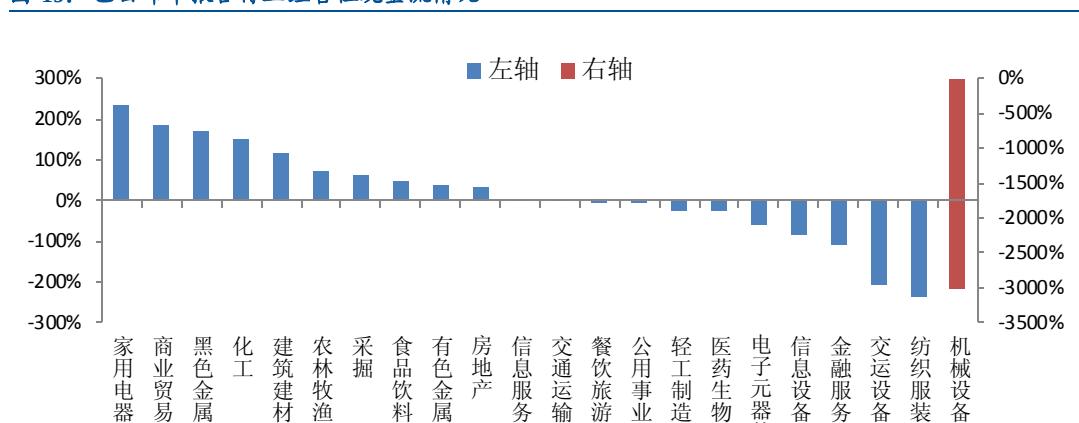
资料来源: wind, 民生证券研究所



资料来源: Wind, 民生证券研究所

- 已公布中报上市公司总体经营性现金流状况不佳，经营活动产生的现金流量净额总值较去年大幅下降 91%。其中机械设备、纺织服装和交运设备行业下降较多，家用电器、商业贸易和黑色金属行业有增长。

图 19: 已公布中报各行业经营性现金流情况

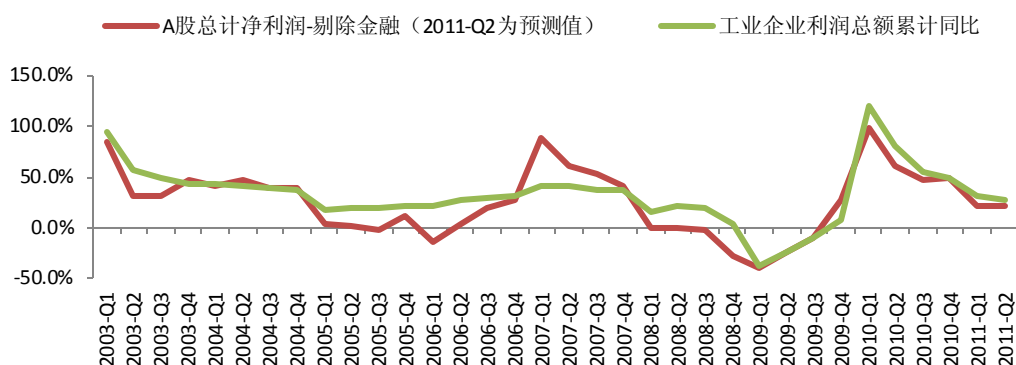


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 8 月底中报将披露完毕，预计中报业绩增长 24%

- 剔除金融类后的上市公司净利润状况与工业企业利润增速高度相关，实证研究二者相关系数高达 86.33%。
- 上半年，全国规模以上工业企业利润同比增长 28.7%，预计上半年非金融类上市公司净利润增长 21-22%，金融服务增长 27%。2011 年上半年上市公司中报业绩增长在 24%。

图 20: 工业企业利润总额与剔除金融后的上市公司净利润高度相关

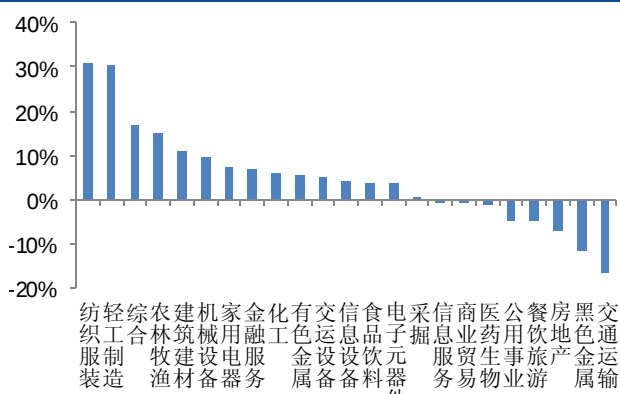


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 消费板块一致盈利预测上调

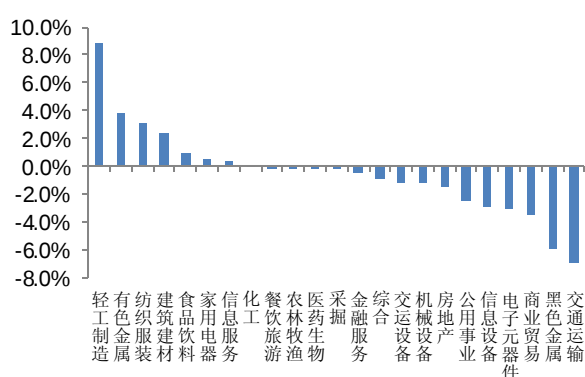
- 年初至今，市场大幅调高了对纺织服装、轻工制造、农林牧渔和建筑建材行业的 2011 年净利润预期，而对于交通运输、黑色金属、房地产和餐饮旅游行业，则有所下调。
- 一个月来，轻工制造、有色金属行业和以纺织服装、食品饮料、家用电器为主的消费板块净利润预期增长较快，下降较多的是交通运输和黑色金属行业。

图 21: 年初至今各行业 2011 年净利润一致预期动态变化



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 22: 一个月各行业 2011 年净利润一致预期动态变化



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(四) 市场估值继续探底，中小股票市盈率略有回升

- 上证综指的市盈率 (TTM) 为 13.13 倍，市净率为 2.22 倍，接近 08 年最低谷；
- 中小股票有所企稳，估值水平朝向历史中枢小幅靠近，其中中小板市

盈率 (TTM) 为 35.75 倍、创业板 (TTM) 为 47.8 倍 ;

- 采掘、建筑建材、交通运输、房地产和金融服务行业估值水平在历史底部。

表 1: 主要指数估值情况

指数	市盈率(TTM,整体法)	预测市盈率(2011, 整体法)	市净率(整体法, MRQ)
上证 50	10.64	9.50	2.26
沪深 300	12.42	11.01	2.52
上证综合指数	13.13	11.24	2.53
中小企业板	35.75	27.44	6.15
创业板	47.80	34.40	7.84

资料来源: Wind, 民生证券研究所

业绩估值小组

陆俊龙、马科

电话: (8610)85127665

邮箱: lujunlong@mszq.com

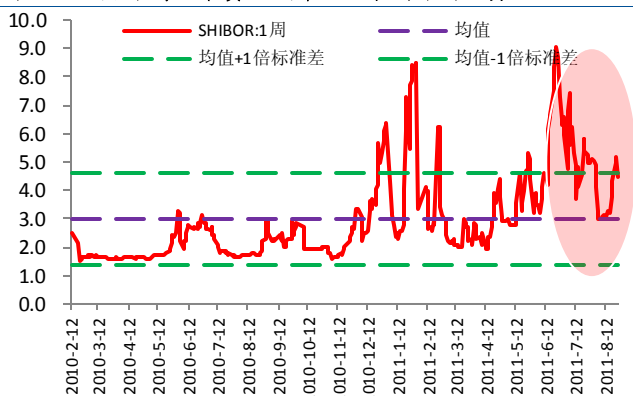
市场判断：行情回暖

（一）宏观资金面略有改善，股市资金供求关系好转

9 月份宏观资金面总体仍处于紧平衡格局。

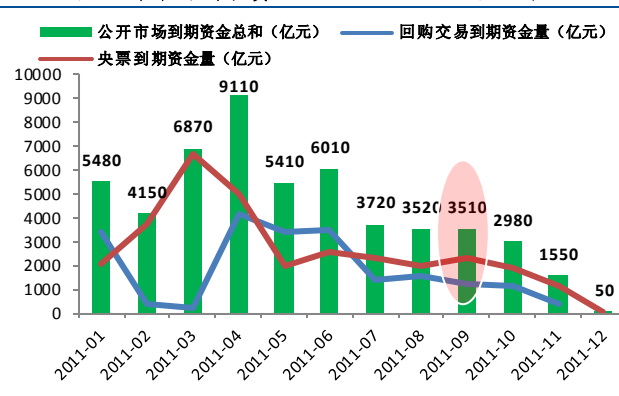
- 紧缩货币政策趋于谨慎，宏观资金面略有改善。Shiobr-7day 回落至 4.48%，较 7 月 29 日回落 63BP，但仍高于年初以来的均值 3.0%。
- 8 月份以来公开市场操作这一温和型政策走向前端。过去六周央行通过公开市场净投放资金 2190 亿元，引导资金面缓慢修复。
- 9 月公开市场到期资金 3510 亿元，与 8 月份相当，公开市场维持小幅净投放或净回笼的可能性较大。

图 23：6 月下旬以来资金利率呈现震荡下行趋势



资料来源：wind，民生证券研究所

图 24：9 月公开市场到期资金 3510 亿元，与 8 月份相当



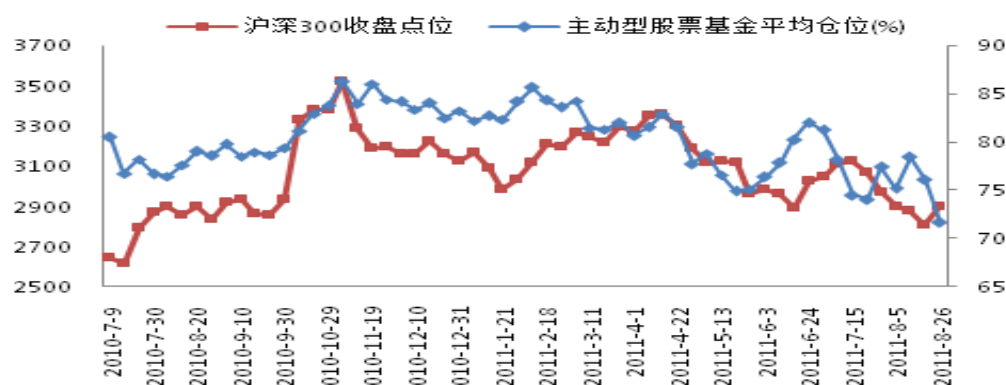
资料来源：Wind，民生证券研究所

A 股内部流动性：资金需求规模下降，资金供给承压

- 8 月新发行基金数量较 7 月下降，新成立基金发行份额仅为上月的 1/3。
- 根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM），主动型股票方向基金（包括股票型、偏股型和平衡型）的平均仓位自 2 月中旬达到 85.69% 的高位后不断下降，8 月 25 日降至 71.54% 低位。
- 新增 A 股开户数和新增基金开户数随着市场表现上下波动，总体处于历史较低位置。

- 证券监管部门加紧了引导增量资金入市的前期准备工作，包括加快推动公募基金注册制，在规范基础上推动私募基金发展等，这有助改善股市中期资金面。

图 25：主动型基金平均仓位走势图(截至 8 月 26 日)



资料来源：wind，MS-PAM

资金需求规模继续回落。

- 新股发行继续放缓：8 月份以来平均每周上会公司个数较上半年出现明显下降。
- 9 月将迎来今年年内限售股解禁规模新低：按最新收盘价计算，9 月限售股解禁市值 658.7 亿元，仅为 8 月解禁规模的 29.5%，10 月份解禁市值 647 亿元，与 9 月份相当。
- 银行再融资压力较大 据测算今年全年银行股的 A 股再融资规模在 980 亿元左右，目前仍有 603 亿未完成。

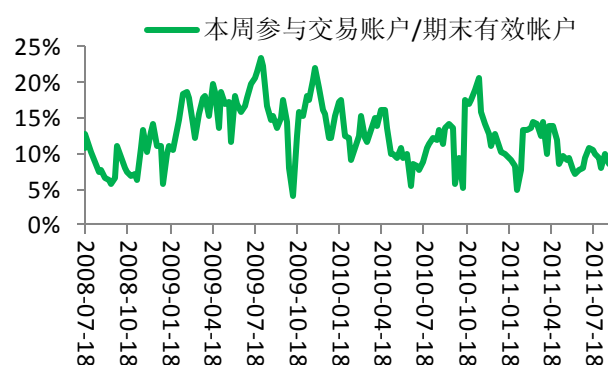
（二）市场情绪谨慎，结构分化依然显现

8 月份以来市场交投略有下降，新增资金入场乏力，整体投资情绪仍呈现出明显的结构性分化。

- 各市场换手率相较于 7 月都有所上行，其中中小股票交易的活跃程度依然明显超过蓝筹股，投资者情绪依然集中在成长和消费类股。

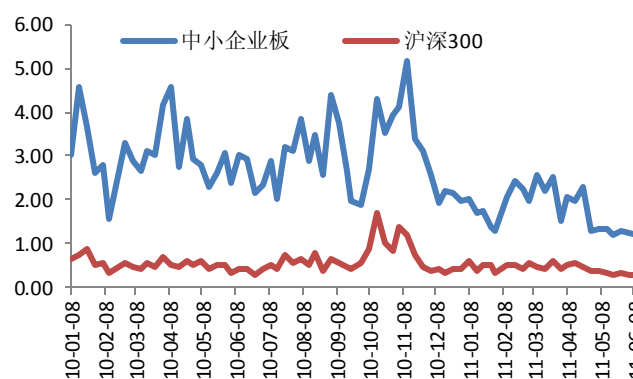
- 截止到上一周，参与交易的有效账户占比较 7 月份平均水平出现了一定的下滑，场内交易活跃度有所下降。
- 一年期信用利差上升至 3.85%，中短期信用利差阶段性上升表明市场的风险偏好下降，投资者情绪偏谨慎。
- 截至上周新增 A 股开户数周环比下降，新增基金开户数周环比上升，表明投资者入市积极性有分歧。

图 26：参与交易账户占比见底回升



资料来源：wind，民生证券研究所

图 27：中小股票交投活跃度明显上升



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）市场判断：行情回暖

- 市场判断：通胀向下、经济软着陆以及海外市场日趋明朗之际，9 月份的市场将好于 8 月份，整体震荡回升，全年维持“N”型走势。
- 配置思路：适当提高周期品的配置比例。成长和消费板块仍是主推品种，随着一系列“十二五”规划细则的出台以及十七届六中全会的召开，选择政策有驱动、业绩有支撑、估值够便宜的细分行业。经济沿着调控的方向发展，内部紧缩政策继续加力可能性非常小，市场整体预期好转，以煤炭、有色为主的部分低估值周期类品种可以逐步加仓。

市场策略小组

张 琢、陆俊龙

电话：(8610)85127665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

主要行业观点

软件：四个细分方向优势明显

- 软件行业在大 TMT 行业中业绩增长优势明显，确定性最高，重点推荐品种中报数据远超市场预期。信息行业“十二五”规划细则将于近期出台，看好软件领域的四个细分方向：云计算、智能交通、手机支付和医疗信息化。推荐用友软件、银江股份、新国都、天喻信息、卫宁软件、万达信息。

传媒：政策驱动新一轮行情

- 近期受政策驱动行业业绩略超预期，九月文化传媒行业“十二五”规划有望出台，将主要利好动漫、影视、新媒体、三网融合领域；十月十七届六中全会召开，将以深化文化体制改革为主题，成为此板块的重大利好因素，具体关注细分行业进度。推荐博瑞传播、奥飞动漫、乐视

网和电广传媒。

电气设备与新能源：行业具备长期投资价值

- 农网改造升级加速，招标进程好于预期，相关上市公司业绩已经开始逐步体现，四季度财政投资有望继续给力；智能电网代表电力消费升级趋势，智能电网招标进入高峰期，相关公司将进入切实受益阶段；明后年电力供需将出现明显缺口，行业投资有望加速。推荐森源电气和鑫龙电气。

食品饮料：白酒、红酒上半场行情结束，下半场仍有 20%空间

- 可选消费基本面增速很高，快速消费品，原材料价格维持高位，增速平稳，维持推荐评级；9 月行业旺季到来，白酒终端价将继续上涨；一线白酒估值处于中等偏上，红酒及二线白酒估值处于高位，快速消费品估值中等偏低；白酒、红酒基本面信息谨慎，有炒作因素；下半年可继续持有可选消费品标的，存在 20%上涨空间。推荐沱牌舍得、伊利股份。

建筑建材：看好煤化工、园林、装饰

- 我国战略新兴产业“十二五”规划下半年会陆续出台，将重点利好成长股。中报披露后成长股的业绩兑现使得估值进一步下降，随着大盘的大幅调整，目前部分建筑子行业部分优质个股已经出现企稳回升，估值相对偏低使其具有很高的安全边际。推荐中国化学、东华科技、东方园林、金螳螂、中工国际、中材国际、洪涛股份。

煤炭：盈利确定，估值修复

- 7 月至 8 月初动力煤价格疲软，8 月底-9 月份动力煤价格存在反弹机会；钢铁需求旺盛，炼焦煤淡季不淡，价格有支撑；行业估值 16 倍左

右，处于历史中低位；盈利相对确定，有相对收益。催化剂在于大前线检修，冬季补库存，煤价上涨。推荐神火股份、盘江股份、兰花科创。

交通运输：强烈看好航空板块

- 航空板块受益于人民币升值和油价下降，推荐南航和东航；南方电煤需求大，看好煤炭码头，主推唐山港，9 月份投产是重要催化剂；铁路建设减缓，大部委改革，给予中性评级，相对看好铁龙物流。

旅游：传统旺季或存在大行情

- 9 月份是旅游行业的传统旺季，历史经验表明此阶段行业均有不错表现；受益于红色旅游概念和两个国家级规划、业绩出现拐点以及前期涨幅较小等因素，推荐桂林旅游；同时推荐湘鄂情和基本面较高，成长性较好的西藏旅游。

医药：三、四季度板块景气度向好

- 医药板块三季度行情好于二季度，下半年板块会有行情；从行业来看，个股化很强。医疗器械和医疗服务无降价压力，看好医疗器械；推荐爱尔眼科、国药股份。

批发零售：在市场动荡中寻找确定性高的板块

- 行业维持前期判断，在市场动荡中寻找确定性高的板块；消费较投资和出口具备相对优势；行业数据淡季不淡，9 月份布局三季报行情；推荐首商股份、飞亚达。

化工：有望展开估值修复行情

- 行情震荡向上，产品价格低迷，但出于低估值阶段。未来通胀预期回落，化工股有望展开估值修复行情。推荐新纶科技、盐湖钾肥。

汽车：建议配置销量增速相对较高、盈利确定的个股

- 行业中报业绩一般。日系车生产恢复,9 月份进入销量旺季，将提振行业销量。四季度由于去年年底基数过高，同比增速有可能为负，估值上行修复空间不大。建议配置销量增速相对较高、盈利确定的悦达投资、上海汽车。重卡经过 5 个月去库存，四季度有可能触底反弹，关注威孚高科。

房地产：行业景气度下行，关注涉及商业地产、金矿及销售有保障的个股

- 去化率仍在进一步走低，景气度下行趋势显著，政策也将依然维持偏紧的态势，板块不存在整体趋势性上行的机会。首推 9-10 月份销售有保障的万科、保利地产，其次推荐商业地产标的南国置业和世茂股份，依然推荐涉金矿地产股华业地产。

电子：关注连接器、导航和安防行业的投资机会

- 电子行业整体增速低于 2010 年，估值溢价回落，但仍处于长景气周期；推荐成长性好，业绩好于预期的公司；关注连接器、导航和安防三个细分行业的投资机会。推荐标的：中航光电、得润电子、北斗星通、大华股份、海康威视。

银行业：矛盾纠结，谨慎乐观

- 中报业绩靓丽，但受利率市场化预期、平台贷、资本新规、资产质量和下半年票据业务管制等多方面影响，加上流动性状况在下半年难以得到实质性改善，行业趋势性修复行情难以体现。9 月份行业谨慎，投资标的选择历史估值低点，配置上考虑华夏、民生、深发展。

有色：推荐金属加工类和黄金子行业

- 行业走势取决于美国 QE3 及四季度固定资产投资情况，农村电网投资

或带动铜板块整体投资机会；推荐金属加工类和黄金子行业。推荐有色金属股份。

钢铁：价格或存反弹契机，看好长材和供需缺口的区域公司。

- 库存周转率处于低位，价格处于反弹契机，加息可能导致钢厂提价。
钢厂盈利三季度好于二季度，鞍钢和本钢目前在检修，对市场供给有一定影响，9月钢市存在行情，看好长材和供需缺口的区域公司。推荐新兴铸管，明年将释放业绩。

农林牧渔：看好养殖、种业、水利子行业

- 农林牧渔板块主要看好养殖、种业和水利三个子行业，具体投资标的：
养殖板块推荐华英农业，雏鹰农牧；种业板块推荐登海种业、隆平高科；水利板块推荐大禹节水。

机械：政策预期反转之前，不支持反转行情

- 在政策预期反转之前，机械板块的基本面并不支撑趋势性上涨行情。
重点推荐业绩增长确定的电梯板块，并开始关注压缩机板块和受益“十二五”规划的数控机床板块。投资标的：上海机电、康力电梯和亚威股份。

家电：九月存在买入机会

- 整个家电行业毛利率下降，成本压力大，预计三季度盈利能力好转；8月行情跑输大盘，9月存在买入机会；洗衣机9月份至年底进入销售旺季，竞争格局出现变化；推荐：合肥三洋、盾安环境和格力电器。

行业比较小组

李 锋、张 琢、马 科

电话：(8610)85127665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

月度股票组合

8 月份我们的月度股票组合取得了 3.91%的绝对收益率，相对于沪深 300 指数获得 6.39%的超额收益。

表 2：上期组合超额收益率为 6.4%

项目	数值	说明
上期组合收益率	3.91%	区间 2011/7/26-2011/8/25
沪深 300 收益率	-2.48%	起始日指数 2978, 截止日指数 2904
组合超额收益率	6.39%	

资料来源：民生证券研究所

9 月份重点推荐股票组合：

南方航空、用友软件、航天信息、银江股份、新国都、奥飞动漫、北斗星通、中国化学、东华科技、森源电气、鑫龙电器、国药股份、华英农业、西藏旅游、沱牌舍得、首商股份、兰花科创、神火股份、栋梁新材、中色股份。

表 3：民生证券 9 月份重点推荐股票组合

代码	名称	所属行业	EPS 2011(E)	EPS 2012(E)	投资要点	分管研究员	联系电话
600029	南方航空	交通运输	0.74	0.746	布局国际航线，高铁分流影响最低	孙洪湛	010-85127513
600588	用友软件	信息服务	0.76	0.98	软件业变革时期的最优选择，业绩确定性增长	尹沿技	021-68885156
600271	航天信息	信息服务	1.19	1.46	税制改革的最大受益者，汉字防伪技术延伸增值税控业务	尹沿技	021-68885156
300020	银江股份	信息服务	0.4	0.62	智能交通建设加速，订单提升业绩	尹沿技	021-68885156
300130	新国都	信息服务	0.76	1.2	P0S 其实不简单，国内至少还有 5 倍市场空间	尹沿技	021-68885156
002292	奥飞动漫	传媒	0.5	0.68	中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者	郑平	010-85127645
002151	北斗星通	通信设备	0.4	0.7	多模芯片评测第一，多元布局促业绩增长	彭俊斌	010-85127785
601117	中国化学	建筑建材	0.5	0.7	煤化工行业拐点来临	王小勇	0755-22662099
002140	东华科技	建筑建材	0.85	1.44	大合同突破之年，把握 TENBAGGER 投资良机	王小勇	0755-22662099
002358	森源电气	机械设备	0.7	1.1	有源滤波即将放量	陈龙	021-68885796
002298	鑫龙电器	机械设备	0.42	0.62	今年公司开关成套业务增长 50%以上	陈龙	021-68885796
600511	国药股份	医药	0.74	0.88	盈利能力恢复，投资价值显现	李平祝	010-85127808
002321	华英农业	农林牧渔	0.86	1.18	产能释放期喜逢禽价走高	王莺	021-68885571
600749	西藏旅游	餐饮旅游	0.27	0.39	优质资源+独有管理团队，走向景区连锁	李振飞	010-85127650
600702	沱牌舍得	食品饮料	0.34	0.53	营销改革见效，业绩拐点显现	王永锋	010-85127831
600723	首商股份	商业贸易	0.59	0.75	燕莎并表中报业绩超预期	田慧蓝	0755-22662074
600123	兰花科创	煤炭	2.90	3.55	尿素盈利改善，关注大宁矿复产进度	林红垒	010-85127892
000933	神火股份	煤炭	1.04	1.41	启动增发，小煤矿整合加速，电解铝大幅减亏	林红垒	010-85127892
002082	栋梁新材	有色金属	0.85	1.15	公司产能扩张趋势明确是利润持续增长的基石	巨国贤	0755-22662085
000758	中色股份	有色金属	0.86	2.02	北方铅锌巨子，南方稀土龙头	巨国贤	0755-22662085

资料来源：民生证券研究所

本期调入：银江股份、新国都、北斗星通、中国化学、鑫龙电器、国药股

份、华英农业、栋梁新材、兰花科创。

本期调出：华业地产、南国置业、大北农、榕基软件、唐山港、电广传媒、
爱尔眼科、伊利股份、天虹商场

资产配置小组

张 琢、马 科

电话：(8610)85127665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

分析师简介

滕泰，执业证号 S0100210050003，经济学博士，先后毕业于复旦大学和上海社会科学院。曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，人民大学、中央财经大学兼职教授。主要研究领域为宏观经济、国际经济和财富战略等，代表著作有《财富的觉醒》，《新财富论》等。

郝大明，执业证号 S0100511010011，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张琢，执业证号 S0100511010002，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，善于通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

李少君，宏观兼银行业分析师，中国人民大学金融学学士、硕士和博士。2010年加入民生证券研究所，曾供职于中国工商银行总行研究所，从事银行业分析两年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长宏观经济分析、金融建模、资产定价理论与投资组合理论。

陆俊龙，策略分析师，英国斯旺西大学数学金融硕士。2010年加入东兴证券研究所从事策略研究工作，2011年7月加盟民生证券研究所。精于政策分析和主题投资，拥有独特的政策视角与主题投资战略。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层;

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室;

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。