

德邦证券研究所
国内市场表现 7月30日

晨会纪要**

2008年07月31日星期四

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	2836.67	-0.48
深证成指	9715.79	-0.78
沪深300	2884.38	-0.73
上证180	6472.63	-0.68
深圳中小板	3827.05	-0.17
上海B股	212.37	-0.63
上证基金	3497.41	-0.17

海外主要市场指数 7月30日

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	22690.60	1.94
香港国企	12469.26	2.64
道琼斯	11583.69	1.63
S&P 500	1284.26	1.67
NASDAQ	2329.72	0.44

大宗商品价格 7月30日

名称	收盘	涨跌
国际油价		
(\$/桶) Brent	122.71	-3.13
WTI	126.77	3.75
金属市场		
(\$/吨) 铜(LME)	8178	1.31
铝(LME)	2921	-0.02
铅(LME)	2198.50	-4.00
锌(LME)	1860.25	-0.51
(\$/盎司) 黄金	907.97	-1.22
农产品		
棉花	74.32	-0.21
航运指数	BDI 8434	-0.05

外汇市场行情 7月30日

货币	收盘价	涨跌%
美元/人民币	6.8351	0.21
港币/人民币	0.8760	0.19
100日元/人民币	6.3247	-0.40
欧元/人民币	10.6522	-0.77
英镑/人民币	13.5396	-0.45

晨会主题

● 宏观经济

● 行业公司

- 上半年大中钢厂实现利润突破千亿 盈利明显向优势企业集中
- 中化国际(600500): 中报业绩喜人, 净利润同比增长67.14%。核心业务保持较快增长, 毛利率有升有降
- 钢铁行业

大行视点

重点研究报告摘要

研究报告摘要

《震荡上扬延续, 反弹空间缩小》

- 上周沪深两市整体呈上扬之势, 同时随着股指的上扬量能稳步放大。周五虽然受外围市场不佳的影响出现下跌, 但缩量的态势显示市场依然

对后市抱有一定的期望。本周在奥运即将到来之际我们维持市场二次反弹延续的判断，但随着指数的上行，反弹的空间将进一步缩小。国内宏观政策暂不出台不利市场的政策基本确定，而国际原油价格累计下跌将近 20%，这大幅减缓世界经济面临的压力。因此短期市场的积极因素依然占优，所以市场延续反弹。上周沪深两市指数分别上涨 86.73 点和 334.76 点，幅度分别为 3.12%和 3.49%，同时量能出现放大。市场偏暖因素继续维持市场的活跃交投，后市有望持续反弹，但由于投资者长期信心依然不足，因此反弹的空间依然有限。我们依然坚持 3000 点（沪指）区域有强压力。因此在操作上经过上周加仓提示后本周我们持保守态度，严格控制总仓位以控制系统风险。因此建议投资者抢反弹的最大仓位为 50%，而后等待市场二次反弹，一旦突破 3000 点则随时注意减仓操作。未来机会选择上我们依然坚持以德邦资产组合为主。

➤ 在宏观经济数据出台，各项经济指标基本符合预期的情况下，随着奥运会临近，管理层维稳救市政策出台的可能性就愈大，出台利空市场的政策几乎不可能：上周五中共中央政治局讨论研究当前经济形势和经济工作，将“一保一控”成宏观调控首要任务，同时决定今年 10 月在北京召开十七届三中全会。这表明中央高层已经注意到经济的快速回落，因此将维持经济稳定快速发展也和控制物价过快增长提到相同高度。未来防止经济继续快速回落也将成为宏观政策主要的考量，而不是单单考虑物价上涨的负面打击。同时通胀压力短期回落，为政策面短期微调留下了较大的空间。短期内我们可以基本排除紧缩性货币政策继续加大力度的可能，同时财税政策偏于积极有利于经济持续快速增长，有效缓解经济增速回落 过快的压力。另外，海外各主要证券市场在政府的救市政策推动下初步企稳，而国际原油价格也大幅下挫，这为 A 股持续二次反弹营造积极的外部氛围。我们认为本周市场持续震荡上扬，但鉴于未来空间有限，在上周加仓后本周不建议加仓，相反，我们认为市场一旦突破 3000 点重仓的投资者应该考虑开始减仓以降低中期的系统性风险。

➤ 从技术面看，市场震荡上扬已经面临 2952 点的短期压力，二次反弹

超过该点则我们原来的判断即：“市场可能形成小型的头肩底”完全正确。技术迹象显示市场构筑小型头肩底的概率依然很大，形态上本周有望冲破 2952 点的压制，形成完整的底部形态，后市依然可以冲击 3000 点。技术指标看，ADR 持续在 1 之上整理，维持有利多头的势头；MACD 短中期排列呈多头态势，虽然依然在“0”下方。RSI 也出现在 50 的中性区间之上，显示强势特征；KDJ 同样表明强势。最后，量能上看，上周如期展开二次反弹，同时放量表明短期投资者看好市场者居多。综合技术面看，市场本周延续二次反弹的概率较大。

► 德邦资产组合上半年的累计强于大盘 7%。三季度（7 月）我们对资产组合进行了调整，截止上周末本月（7 月份）沪深市场分别上涨 4.71% 和上涨 5.89%，德邦两个组合的收益分别为 7.13% 和 10.91%，沪深 300 的上涨幅度也仅 5.28%。本月到目前为止德邦资产组合整体上超越大盘 3.5% 左右，特别是价值稳健组合的收益表现极佳。我们坚持德邦资产组合将持续强于大盘，建议投资者重点关注。

德邦综合股票池 2008/7/30 表现 5 强

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨幅%
600859.SH	王府井	36.7	38.26	36.41	38.13	5.71
600117.SH	西宁特钢	10.69	11	10.68	10.99	3.58
600325.SH	华发股份	13.46	14.24	13.45	13.53	2.11
600031.SH	三一重工	22.42	22.96	22.4	22.66	1.75
000729.SZ	燕京啤酒	16.91	17.4	16.85	16.99	1.74

宏观经济

行业公司

■ 上半年大中钢厂实现利润突破千亿 盈利明显向优势企业集中

事项:

分析师: 陶陟峰

中钢协秘书长单尚华昨天透露,今年上半年纳入统计的大中型钢铁企业,实现利润1010.47亿元,同比增长26.1%。其中,投资收益达162.5亿元,占利润总额的16.08%。如果扣除投资收益因素,钢铁主业实现利润只有847.97亿元,同比增长22.71%。

另外,铁矿石、煤炭、焦炭、原油以及海运费价格大幅飙升,钢铁生产成本急剧上升。1-5月份,钢铁制造成本增加约2340亿元。分析人士预计,上半年,钢铁制造成本增加超过2500亿元。钢厂主要靠提高钢材价格,增加产量和投资收益增加,才能保证利润实现增长。

单尚华表示,在上半年实现利润中,盈利最多的前20户企业合计实现利润821亿元,占盈利总额的81.24%,行业盈利明显向优势企业集中;另一方面,71户大中型企业中,有4户亏损,比上年同期增加2户,亏损面扩大,还有一大批企业处于微利状态,全行业盈利两极分化的现象突显。

中钢协另外一位负责人也表示,今年1-6月大中型钢铁企业销售利润率7.61%,比上年同期的8.56%,下降0.95个百分点,钢铁生产企业主业的盈利水平明显下降。

单尚华表示,上半年大中型钢铁企业由于成本费用上升,出口关税增加,共有减利因素2000多亿元,虽然钢铁企业通过调整产品结构,改善技术经济指标,节能降耗,加强管理等内部挖潜工作,消化了部分减利因素(约200亿元),但主要还是靠提高钢材价格,增加产量和投资收益增加,才能保证利润实现增长。

点评:钢铁行业利润向大型优势企业转移符合预期,钢铁类上市公司中报业绩整体大幅增长确定性较强,可关注短期相关投资机会,但我们认为钢价正面临较大回调压力,下半年钢铁行业景气下降可能性较大。

本月钢铁行业优选: 西宁特钢 武钢股份

■ 中化国际(600500): 中报业绩喜人,净利润同比增长67.14%。核心业务保持较快增长,毛利率有升有降

事项:

分析师: 傅用增

报告期内公司实现营业收入141.85亿元,同比增长66.31%;实现净利润5.21亿元,同比增长67.14%,实现每股收益0.36元/股。公司各核心业务的主营业务收入及贡献毛利率均实现不同程度的增长。其中冶金能源业务收益于国际焦炭价格暴涨,该块业务收入同比增长171.66%,毛利同比增长765.1%。

我们认为，公司各项核心业务齐头并进，均将保持较快增长。

1) 化工物流方面：通过积极投放运力、延伸产品线以及创新经营模式，中化国际继续保持了国内中高端水运市场的领先地位，但由于原油价格持续高位，毛利率略有下滑，国际油价有望回落，提升该块业绩。

2) 橡胶业务：中化国际确立了以资源为核心的上游延伸战略和以高端客户为核心的渠道营销战略，着力打造种植-加工-贸易产业链一体化经营能力。要约收购新加坡 GMG 公司 51% 股权将显著提升公司在橡胶行业的地位。

3) 农化业务：顺利完成孟山都东南亚 6 个国家和 1 个地区酰胺类农药业务的收购，为农化产业整合以及农药业务的快速发展奠定了基础。随着国际粮食价格上涨和国家支农政策的推广，公司有望在农化业务更上一个台阶。

4) 冶金能源业务：焦炭上游核心供应商的稳定供货能力持续提升，出口市场份额保持稳定，矿砂业务继续扩大与重要矿山等核心供应商的业务合作，业务经营量及市场份额实现较大提升。

根据 2008 公司中报业绩，我们预计公司全年业绩在 0.7 元/股，首次给予增持评价。

■ 钢铁行业

事项：

分析师：李晓红

美国钢铁企业 2 季度业绩大增，中国钢企业绩同比增长 22.7%

美国最大的钢铁生产厂家美国钢铁公司（USS）近日公布了今年 2 季度的利润。公司销售额和净利润均创历史纪录。2 季度 USS 收入从 42.3 亿美元提高到 67.4 亿美元，增长 60%，净利润从去年同期的 3.02 亿美元增至 6.68 亿美元，翻一番还多，每股收益从 2.54 美元增至 5.65 美元。

美国纽柯公司：2 季度销售额同比增 70%，到 70.9 亿美元，利润 5.81 亿美元，2 季度利润同比增 68%。每股收益 1.94 美元。而去年同期利润为 3.45 亿美元，每股收益 1.14 美元。

美国 AK 钢公司：AK 钢公司 2 季度利润同比增 32%，。销售额从 18.7 亿美元升至 22.4 亿美元，增 20%，2 季度公司利润同比增长 32%，增至 1.45 亿美元，每股收益从 0.98 提高到 1.29 美元。

美国 SDI 公司：2 季度利润同比增 124%。2 季度，SDI 公司利润同比增 124% 达到 2.10 亿美元。

中钢协秘书长单尚华昨天透露，今年上半年纳入统计的大中型钢铁企业，实现利润 1010.47 亿元，同比增长 26.1%。其中，投资收益达 162.5 亿元，占利润总额的 16.08%。如果扣除投资收益因素，钢铁主业实现利润只有 847.97 亿元，同比增长 22.71%。

中钢协另外一位负责人也表示，今年 1-6 月大中型钢铁企业销售利润率 7.61%，比上年同期的 8.56%，下降 0.95 个百分点，钢铁生产企业主业的盈利水平明显下降。

大行视点

重要研究报告摘要

德邦三季度资产组合品种

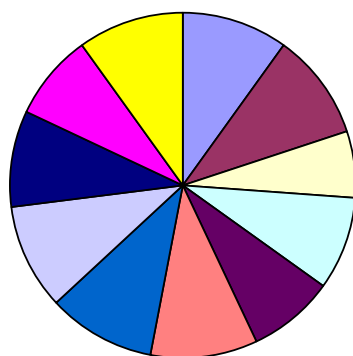
本周操作指数: >0.7 , 总体仓位高于 70%)

表一: 德邦 2008 年三季度 (7 月) 超额收益组合

股票代码	行业	入选理由	分析师	配比
浦发银行	金融	税改获益最大的公司之一; 中间业务增速有较大提升空间; 浦发银行在各项新业务开展中屡拔头筹, 未来继续整合潜力巨大	张帆	10%
华东医药	药业	经济增长推动高端用药, 高毛利的产品为公司提供稳定的盈利	林材	10%
华发股份	地产	宏观调控的政策下依然保持快速的增长, 业绩增长可期	吴剑雄	6%
广电运通	信息	受益于金融电子信息化的快速推进, 公司 ATM 机的需求进入快速增长阶段, 公司业绩几乎确定性高增长, PEG 估值较低	吴炳华	9%
方圆支承	机械	细分行业龙头, 业绩具有稳定高复合增长	牛纪刚	8%
日照港	交运	港口吞吐量大幅增长, 业绩稳定增长	郑庆平	10%
王府井	商业	业绩持续高速增长, 同时受益于奥运会的召开	李项峰	10%
苏宁电器	商业	连锁电器商业龙头, 具有持续性的高成长性	李项峰	10%
伊利股份	食品	中国乳业龙头, 奥运合作伙伴, 业绩增长稳定	李项峰	9%
燕京啤酒	食品	区域市场占有率高, 奥运会受益者	李项峰	8%
西宁特钢	钢铁	铁矿石和炼焦煤完全自给, 2008 年上半年业绩同期增长 50%以上	李晓红 陶陟峰	10%
合计				100%

注: 相较于六月份, 该组合加入华东医药、王府井, 剔除海药业和华天酒店, 比重重新分配。

图一: 德邦 2008 年 7 月份超额收益组合配比图



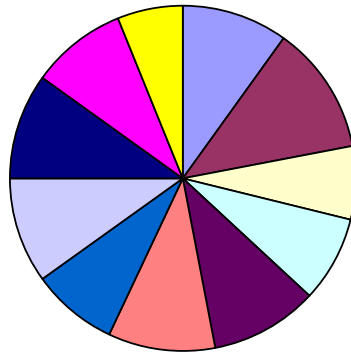
■ 浦发银行 ■ 华东医药 ■ 华发股份 ■ 广电运通 ■ 方圆支承 ■ 日照港
■ 王府井 ■ 苏宁电器 ■ 伊利股份 ■ 燕京啤酒 ■ 西宁特钢

表三：德邦 2008 年三季度（7 月）价值稳健组合

股票名称	代码	行业	入选理由	分析师	配比
招商银行	600036	金融	业绩在 2008 年将保持稳步快速增长，公司作为最优秀的零售银行，不仅带来活期存款的增加降低了信贷成本，而且推动了中间业务的高速稳健增长	张帆	10%
武汉中百	000759	商业	区域性连锁超市龙头，具有持续高速的增长优势	李项峰	12%
山东黄金	600547	有色	公司通过增发并入玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿，鑫汇金矿和金仓矿业，从一季度业绩看，公司盈利能力大幅度提升。	李晓红 陶陟峰	7%
武钢股份	600005	钢铁	08 年武钢新增产能快速增长，在钢铁景气上升周期中利润将获得高速增长	李晓红 陶陟峰	8%
三一重工	600031	机械	工程机械行业龙头，出口大幅增长预期强烈	牛纪刚	10%
广深铁路	601333	运输	高油价环境下具有相对成本优势	郑庆平	10%
白云山 A	000522	医药	华南普药龙头，市场扩容加速公司盈利	林材	8%
首旅股份	600258	旅游	资源整合提高业绩，奥运受益明显	逯海燕	10%
东华合创	002065	信息	信息化服务公司，近 3 年具有较高的复合增长（50%左右）	吴炳华	10%
一致药业	000028	医药	华南医药龙头，受益医改将抢占更大的市场份额	林材	9%
金融街	000402	地产	商业地产公司，持有大量北京优质物业。业绩增长稳定。	吴剑雄	6%
合计					100%

注：相较于六月份，该组合加入山东黄金、广深铁路，剔除唐钢股份，比重重新分配。

图二：德邦 2008 年 7 月份价值稳健组合配比



■ 招商银行 ■ 武汉中百 ■ 山东黄金 ■ 武钢股份 ■ 三一重工 ■ 广深铁路
■ 白云山A ■ 首旅股份 ■ 东华合创 ■ 一致药业 ■ 金融街

投资组合说明：德邦严格按照自己的投资策略对资产进行中长期的配置，主要面对中大型资金，小资金我们建议投资两到三支个股即可。每一个月月末对资产品种和配比进行一定的调整，欢迎各投资者跟踪我们资产配置和收益报告，同时我们希望这两个投资组合对你的投资产生帮助。

震荡上扬延续，反弹空间缩小

张帆 吴炳华

提示：前一周中国上半年的经济数据出炉显示经济增长有快速放缓的，而价格上涨的压力也极为明显：虽然CPI指数单月出现连续两个月的回落，6月份为7.1%，较五月下跌0.6个百分点。但PPI单月再创新高，可见价格上涨、通胀的压力依然没有根本解除。国内通胀的压力依然较大，所以从长期看从紧的金融政策放松的概率很小。上周五中共中央政治局会议认为要深入贯彻落实科学发展观，把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。因此一方面经济增长过快回落引起国家高层的重视，同时严格控制物价上涨成为今后重要的工作内容。但是就近期而言，国家当前的一件大事是努力办好奥运会，因此宏观政策大方向不变的前提下作出微调是完全可能也必要和合适的。市场的维稳意图依然坚定，因此市场短期难以大幅杀跌，二次反弹延续依然可期，只是空间有限。我们坚持中期市场在3000点附近压力重重，中长期市场弱势难以根本改变。其主要原因依然是我们此前反复强调过的。无重大实质利好出台市场信心缺失导致市场中期弱市格局不变，具体而言主要因为以下几个因素：首先，外围经济的高油价虽然短期快速回落，但是否就此反转向下尚难确定，由于以石油为代表的能源价格的高涨已经使世界经济的PPI指数持续上行，同时通过间接推升消费品的价格，从而对世界经济形成巨大的伤害。因此外围市场也持续熊市的趋势没有改变。其次，内部的宏观经济运行特别是CPI的走势是否见高回落还是未知数，即使不再出现持续上涨，目前的CPI依然是超出普通民众可以忍受的，因为银行存款的负利率导致的是居民财富的隐性缩水。短期看虽然五月和六月CPI很持续回落，但由于油价和电价上调可能造成PPI持续走高，因此长期看PPI的持续高涨将传导至CPI上涨的概率极大，因此短期金融政策的微调不改变长期从紧的金融政策基调。最后，大小非解禁和规范减持依然是高悬在投资者头顶的达摩克利斯之剑。我们观察到蓝筹板块中的中国平安、浦发银行、兴业银行等个股遭到大小非解禁后的抛售，特别值得引起重点关注的是民生银行将持有的海通证券的股权以11.68元，即低于前一交易日收盘价26.81元近60%的低价起拍进行拍卖，最近结果是基本无人问津，显示市场长期压力依然存在。由此可见，大小非出售持有股份的愿望之强烈。同时也可以看出大小非持有股份的成本非常低廉，因此市场一

请务必阅读正文后的免责条款部分

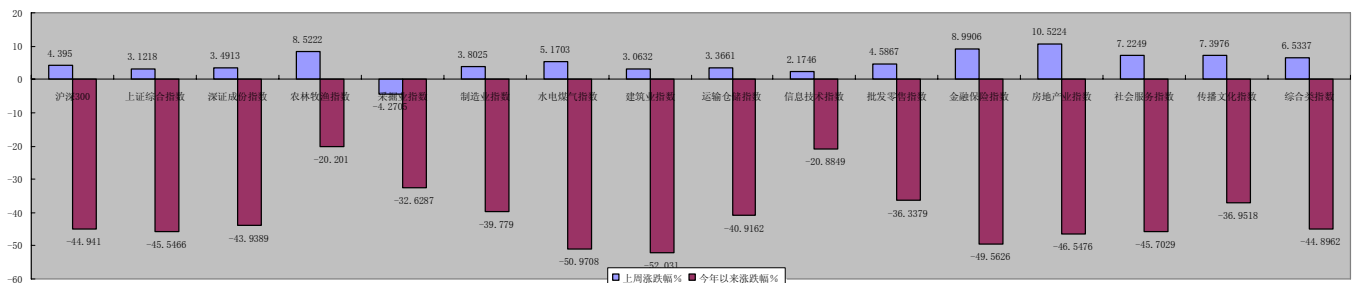
旦崩溃，大小非一直是最有出售股权意愿的群体，因此大小非解禁依然是未来两、三年中国股市面临的重要难题。具体到本周，上周已经展开了二次反弹，同时量能已经有所放大，由于市场维稳安全空间不够，因此本周还望延续反弹。一方面，政策短期维稳的基调是不会改变，因此政策的无形支持是市场短期持续反弹的重要原因；另一方面，由于市场2900点上方一直成为压制投资者心理的关口，而特别是3000点压力极大，因此维稳必须消除投资者的恐惧才具有真正意义。所以市场反弹短期突破3000点整数关口依然值得期待，也很可能是政策维稳的真实意图。当然经济基本面短期国内外出现一定的转机可能是市场能够持续反弹的关键。因此本周仍将延续反弹为主，但我们依然认为市场几乎不可能出现反转。而且3000点就构成市场中短期的重要阻力位，鉴于持续反弹空间不大，我们建议短期严格控制仓位，因为这种反弹尚不足以构成重仓买入的理由，因此我们建议投资者保持谨慎。也许奥运开幕临近政策主导的短期脉冲行情即将出现，但此次反弹难以构成中期大反弹。因此控制仓位依然是防范系统风险的最佳的策略，行业和个股方面重点关注大消费类和大蓝筹板块，大消费是考虑到通胀的受益，而大蓝筹则考虑政策救市的受益对象和PPI的上涨，同时注意超跌反弹的行业机会，具体品种重点关注德邦资产组合个股。

上周A股市场如期出现二次反弹，量能出现较大的放大，但是在面临2952点的前期高点遭遇第一次压力。而周五在外围市场普遍不佳的影响下出现回调之势，但量能的萎缩显示市场延续反弹的征兆。市场二次反弹主要因为政策利空现“真空”，市场短期利空已经没有，而关键时刻往往出现政府维稳的声音，导致市场一周上涨超过3%。当然上半年经济数据依然预示经济的增长依然在预期之内，出台并没有太糟糕，虽然经济放缓已经铁板钉钉，但价格上涨的风险依然存在，宏观紧缩政策的大方向可能不会改变，但奥运临近，政策出现短期松动甚至出现一定的利好是完全可能的，至少，由于CPI连续两个月出现回落，近期加息已经不可能。同时，二季度公司报表即将出现高峰，从目前的形势判断，企业的业绩增速减速早就在预期之内，但仍然有众多的公司业绩有较好的表现。不但如此，外围市场虽然没有摆脱熊市的下降通道，但是国际油价短期已经出现近20%的大幅度回落无疑对世界经济是一大利好，美国次债危机依然严峻，但极端的救市手法起到立竿见影的效果，所以外围市场缓和也有利于目前市场的稳定。内外环境的短期改善对目前市场的回升可能会逐步起到支撑作用，因此短期市场有望持续二次反弹，但短期反弹面临2952点的短期压力，中期在3000点强压力，所以我们中期仍然认为市场难以出现大机会。沪深市指数上周出现大幅度反弹，沪深两市分别上涨86.73点和334.76点，幅度分别为3.12%和3.49%，同时量能稳步放大。沪深两市成交金额一周分别为3482亿和1755和亿元，较前一周沪深两市成交3123亿元和1676亿元分别增加359亿元和89亿元；两市总成交量增加近10%，呈明显的放量上涨态势，但成交量较前一周有缩萎缩。短线而言，上周市场持续震荡整理上扬后在周五出现较大幅度的下跌，且周五尾盘的下跌预示本周短期可能再探2800点，也就是20日和30日线附近支撑的有效性。整体上我们认为本周二次反弹仍将继续，同时也坚持反弹的空间有限。从周线走势看，沪指最近三周形成了两阳夹一阴的上涨态势，唯一有点担忧的是上周成交量略显不足。这主要可能还是因为投资者对后市担忧的体现，但我们分析市场维稳的政策依然有效，因此多头的排列依然维持，未来主要以小幅震荡上扬为主，特别是奥运前后市场应该在政策的呵护下出现短期超越3000点走势。当然上周最高上探2912点后出现下跌整理很可能是因为前期2952点的心理压力所致。而本周消化之后二次反弹依然将延续。短期在政策持续“唱多”的情况下有继续上试3000点压力的可能。因此从周线看本周在整理完毕后仍然以反弹为主，甚至上试3000点的概率

也存在。放量上涨表明越来越多的资金开始短期信心回归，与先前信心缺失有明显的不同。但中长期角度看周线的排列依然弱势不改，而且由于上调存款准备金率之后形成的岛形反转依然是短期难以逾越的高点，因此3000点附近也演变成为重要的中期阻力位。而鉴于3000点的政策底演变成为中期的压力位置后，我们仍然持续坚持前期观点：从中期的角度判断，恐慌性的杀跌虽然已经改观，甚至可能持续反弹，但政策底演变成为重要的阻力位基本已经成立，而且前一周反弹临近3000点后的调整也正验证了该区域的强压力。短期调整后展开二次反弹的概率加大，二次反弹有望挑战3000点。但由于中期的空间变得越来越小，因此本周和上周不同的是本周不再建议投资者继续加重仓位买入，因为2900点附近离3000点是咫尺之遥。相反在二次弹升达到或超过3000点附近应该注意获利了结。中期而言市场难以出现转机主要在于三个方面的原因：首先市场的恐慌虽然已有改观，但投资者的信心依然脆弱，特别是面临中长期强压力位3000点附近时更是如此，而信心不坚定之结果将可能是持续弱势。当然政策面的微调可能短期降低人们的恐慌心态，所以只有市场短期调整到2700点为起点后才可能还有一定二次弹升机会。其次，宏观经济短期微调并不构成未来金融政策的放松理由，因此未PPI和CPI指数持续高位将长期难以改变从紧的货币政策导向。最后，国际市场虽然因为油价大跌而受益，同时因为美国政策护市，资本市场出现大幅反弹，反弹并非反转，因此行情并不具有持续性。总体上，中长期市场依然偏弱的概率较大。所以，即使本周我们依然认为二次反弹仍将延续，但2900点附近不建议加仓买入，主要是反转几乎不可能，市场中长期机会仍未到来。

从各分类指数表现看各行业出现普涨，但消费类的行业除农林牧渔涨幅较大外都相对较小，主要因为从全年角度看，抗跌的行业在反弹中反弹的幅度也相对较小，其中涨幅最大的地产和金融行业上涨近10%，而前一周跌幅最大的也是地产和金融指数。因此在熊市行情中总体上我们继续坚持以消费、泛消费配置为主，即使在大幅反弹时其反弹的力度可能较小，但在长期其下跌的空间有限，而且跌幅也远远低于市场的下跌。

图三：3大综合指数和13大类行业指数截止上周本年度累计表现和上周表现情况（单位 %）



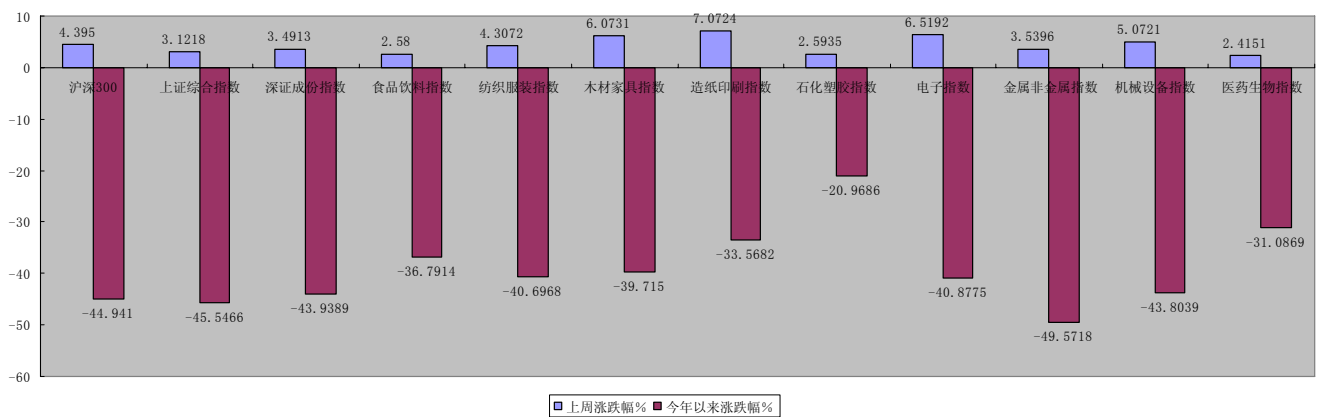
资料来源：WIND 德邦证券研究所

上周表现最突出的行业为地产行业，上涨超过10%，同时金融占住涨幅榜第二，此外，农林牧渔上涨也在8.5%，上涨最少的是前一周逆势上涨1.6%的IT指数。上周落后于大盘，但两周来看IT指数依然是市

场中上涨最大的行业之一。因此长期关注消费和泛消费类行业，但短期也需关注超跌反弹的行业，因为短期反弹最大的往往是跌幅最大的。但总体上长期消费类配置是最佳选择。

上周制造业整体上涨5.81%，涨幅超过市场，细分行业表现差异仍然较大。

图四：制造业中9细分行业指数截止上周本年度累计表现和上周表现情况（单位 %）



资料来源：WIND 德邦证券研究所

制造业中，年度下跌幅度较小的食品、医药、石化塑料制品上周反弹均在2%左右，相对较小，而造纸、电子行业、金属非金属制品行业和机械设备制造行业反弹时幅度较大。

中长期的统计显示，市场依然处在弱势，因此防御性的配置将是理想的配置。抗跌的大消费类行业长期而言表现较好，总体上，我们仍然坚持消费和泛消费类行业的防御型主配置。本周我们认为市场有望持续尚未结束的二次反弹。但因为长期经济预期依然悲观，而且金融政策不可能根本松动，且外围市场难以判断。因此反弹空间有限，3000点附近已经构成强大压力，因此中期难言大机会。短期建议重仓的投资者注意仓位控制，同时重点关注德邦资产组合品种。

重申我们本周的基本观点：国内经济数据公布之后市场对于政策面微调，紧缩性政策暂时放松存有较高的预期，成为推动反弹行情的重要基本面因素；而奥运临近对政策面维护市场稳定的预期也在逐步升温，市场已经基本完成中短期的底部构造；外围证券市场的止跌走稳以及国际原油价格的大幅下挫也为国内A股市场走稳营造了较好的外部氛围。因此市场在本周内有望完成短期底部构造，反弹行情仍有延续的希望。考虑到中期压力在3000点附近，除非政策面出现重大利好，否则中期的大级别反弹很难短期出现。同时，上周五中共中央政治局讨论研究当前经济形势和经济工作将“一保一控”作为成宏观调控首要任务。将保持经济持续快速增长提高到和抑制通货膨胀一样的高度。所以政策的维稳依然是主要的，二

次反弹有望深入发展。而海外市场在连续反弹之后也存在技术修复过程，市场走势仍将出现反复，投资者对海外市场也不能盲目乐观。目前市场估值重心随着基金等机构投资者仓位的调整以及海外市场可比公司股价的下调。因此长期看中国A股压力依然存在，所以，中长期不宜过分乐观，特别是奥运开幕之后特别需注意减仓操作。在奥运到来之前谨慎乐观，二次反弹将延续。选取消费类、农业、新能源、产业升级和抗通胀类的股票作反弹的主要品种，同时超跌的板块也给予一定的关注。具体品种建议重点关注德邦资产组合。

国内政策上总体上依然偏暖：上周五中共中央政治局讨论研究当前经济形势和经济工作，将“一保一控”成宏观调控首要任务。今年以来，我国经济社会发展经受了严峻的挑战和重大的考验，严重自然灾害和外围需求放缓没有改变我国经济发展的基本面。但是，当前，国际环境中不确定不稳定因素增多，国内经济运行中的一些矛盾比较突出，保持经济平稳较快发展面临的挑战和困难增大。下半年要深入贯彻落实科学发展观，把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。继续加强和改善宏观调控，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，着力解决经济运行中的突出矛盾和问题，增强宏观调控的预见性、针对性、灵活性，把握好调控重点、节奏、力度；深化改革开放，着力推进经济结构调整和发展方式转变，提高经济发展质量和效益，切实加强节能减排和生态环境保护；更加注重改善民生，促进经济社会又好又快发展。可见单一强调控制物价上涨的基调有所改观，经济增长同样需要引起重视。这是继新华社的社论强调了维护市场稳定的政策主基调之后，中央最高层对下半年经济工作的总体思路，强调经济增长，防范经济回落过快风险将实质对整个宏观经济起到一定的利好，因此政策回暖可能有益于信心的短期回升。此外最新的统计数据显示，我国出口增速持续回落，海关总署发布的数据显示，今年上半年，我国累计贸易顺差为990.3亿美元，同比下降11.8%，净减少132.1亿美元。其中，6月份当月贸易顺差213.5亿美元，同比下降20.6%，净减少55.4亿美元。贸易顺差下降的主要原因是出口增速相对减缓，进口增速相对提高。今年上半年，我国出口6666亿美元，增长21.9%，增速比去年同期低5.7个百分点，而上个月回落的速度还在4.9；进口5675.7亿美元，增长30.6%，增速比去年同期高12.4个百分点。其中，6月份当月我国出口1215.3亿美元，增长17.6%；进口1001.8亿美元，增长31%，月度进口规模连续3个月超过千亿美元。拉动经济增长的出口增速持续回落将导致经济增长逐步回落，加大经济根本性转向的风险。同时央行公布的上半年货币政策报告显示：紧缩性货币政策并未能有效控制货币供应总量的增长，M2增速高达17.37%，增幅较去年年末提高了0.63个百分点；央行为了从源头上控制通胀而对货币供应总量进行的控制基本上未取得任何效果。相反，紧缩性政策对市场流动性的打击造成了各类资产价格的大幅下跌，财富负效应导致了国内消费需求增速趋缓。数据同时显示，国内居民贷款，特别是居民消费贷款增速出现了较为明显的下降：这预示着未来的国内消费需求启动不容乐观。此外长期贷款规模超过短期贷款规模表明：未来政府主导的投资仍将是中国经济增长的主要引擎。上半年公布的经济数据还显示：我国城镇居民人均可支配收入8065元，同比增长14.4%，扣除价格因素，实际增长6.3%；农村居民人均现金收入2528元，增长19.8%，扣除价格因素，实际增长10.3%。国民收入的实际增速远远低于GDP增速，更远远低于财政收入高达30%以上的增速。收入分配结构的进一步的扭曲对国内消费市场的启动构成了巨大的障碍。从总体经济数据来看，中国经济未

来的前景很不乐观：这为短期内政策面的放松提供了充分的论据：而短期内政策面的调整将成为推动市场反弹的最重要因素；而中长期来看基本面仍趋于黯淡，市场的长期下降趋势并不会因为政策面的变动而改变：这也是我们将近期的行情定义为反弹而非反转的原因。由于夏粮的丰收导致的农产品价格季节性回落，以及政府对敏感商品价格的严厉控制，再加上CPI翘尾因素的大幅回落：CPI涨幅在短期内得到了较好的控制：中国居民消费价格总水平（CPI）上半年同比上涨了7.9%；其中，6月份居民消费价格上涨7.1%，较上月回落了0.6个百分点。CPI的临时性回落也为政策的短期放松提供了较好的条件。但我们仍然要指出的是：PPI增幅居高不下（上半年我国工业品出厂价格同比上涨7.6%，比上年同期高4.8个百分点。其中，6月份上涨8.8%）以及价格行政管制的不可持续性，未来的CPI存在较强的反弹动能，因此我们只能将政策放松的希望寄托在三季度CPI阶段性回落的基础上。

海外市场方面，道琼斯指数继续大幅度反弹，周四虽然出现大幅度回落，但是道指依然站稳11000点整数点位，而且高于该点位300余点，同时原油价格继续回落4.8%，而农产品价格也出现了较大幅度的回落。此外，美国公布的经济数据好于预期，商务部报告称上月耐用品订单增长0.8%，远远好于经济学家下降0.3%的预期，房屋销售数据出现同样的情况，六月份新房销售为53万套，虽然较五月有所下降，但高于预期的50.3万套。因此美国政策救市应该可以维持较长时间。由美国市场带动的全球市场的反弹可能维持较长时间，这继续为国内A股市场的缓和营造了较为良好的外部氛围。但我们需要指出的是：一方面海外市场在急跌后出现的反弹仍然属于技术面的反弹。由于美联储对于“裸卖空”行为的限制，市场空头的能量在很大程度上倍削弱，其回补平仓的交易行为导致了市场短期的报复性反弹，这种反弹并不意味着市场弱势格局的扭转。其次，在短期连续反弹之后，市场也客观存在向下的技术性调整要求，短期内市场仍将反复，投资者对海外市场形式不能轻易乐观。因此市场可能还只是反弹，不具备反转的条件。所以尽管油价下跌对国内缓和“胀”的一面有利，但对于“滞”的一面却是雪上加霜，A股市场并不能从国际油价的下跌中得到太大的好处。因此综合来看，短期内外围市场的氛围有利于A股市场走稳，并在利好政策的推动下有望持续二次反弹。但长期来看，世界范围内的经济调整将无疑拖累A股市场的表现，市场步出长期下行通道仍然需要相当长的时间，因此A股长期难言乐观。

最后，从技术角度看，市场震荡上扬已经面临2952点的短期压力，二次反弹超过该点则我们原来的判断即：“市场可能形成小型的头肩底”完全正确。技术迹象显示市场构筑小型头肩底的概率依然很大，形态上本周有望冲破2952点的压制，形成完整的底部形态，后市依然可以冲击3000点。技术指标看，ADR持续在1之上整理，维持有利多头的势头；MACD短中期排列呈多头态势，虽然依然在“0”下方。RSI也出现在50的中性区间之上，显示强势特征；KDJ同样表明强势。最后，量能上看，上周如期展开二次反弹，同时放量表明短期投资者看好市场者居多。综合技术面看，市场本周延续二次反弹的概率较大。需要说明的是技术上3000点一带将是未来中期的强压力位，因此市场二次弹升的空间有限。

总之，本周我们认为市场二次反弹还将延续，但是由于空间有限，因此本周我们不再积极建议投资者加重仓位买入，相反重仓的投资者在出现3000点上方时应该积极减仓，总体上投资者的最大仓位以

50%为限。由于宏观经济悲观预期始终没有扭转，而且从紧的金融政策没有根本性的改变，因此随着市场上涨，未来的弹升空间将缩小。中长期市场的弱势格局难以改观，需严格控制仓位，防止系统性的风险，品种选择上关注德邦股票资产组合池。

表五：德邦 2008 年三季度资产配置表

总体仓位比例 < 60%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	超配
2	B 采掘业	轻仓
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	重仓
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	超配
	C5 电子	回避
	C6 金属、非金属	重仓（钢铁）
	C7 机械、设备、仪表	标配
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	标配
5	E 建筑业	轻仓
6	F 交通运输、仓储业	超配
7	G 信息技术业	标配
8	H 批发和零售贸易	超配
9	I 金融、保险业	重仓
10	J 房地产业	轻仓
11	K 社会服务业	轻仓
12	L 传播与文化产业	轻仓
13	M 综合类	回避
	合计	100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

附表：

名称	A 股 (RMB)	H 股 (HKD)	比价
中国银行	4.040	3.580	79.75%
中信银行	5.550	4.900	79.46%
交通银行	8.180	9.890	108.81%
招商银行	24.200	28.250	105.06%

名称	A 股 (RMB)	H 股 (HKD)	比价
工商银行	5.120	5.890	103.54%
中国人寿	25.330	29.700	105.53%
中国平安	43.980	53.750	109.99%
中国石化	11.820	8.290	63.12%
华能国际	7.240	5.440	67.62%
青岛啤酒	23.870	16.800	63.34%
中海发展	20.500	23.500	103.17%
建设银行	6.010	6.920	103.63%
中国中铁	5.770	6.350	99.05%
中国石油	15.200	10.300	60.99%
中国国航	10.590	4.560	38.75%
南方航空	8.320	3.450	37.32%
皖通高速	5.310	5.250	88.98%
东方航空	8.080	2.580	28.74%
广深铁路	4.200	3.860	82.71%
宁沪高速	6.140	6.620	97.04%
深高速	6.270	4.230	60.72%
广船国际	25.620	19.120	67.17%
中国远洋	20.160	17.900	79.91%
经纬纺机	5.360	1.460	24.51%
中海油服	22.630	11.600	46.13%
中海集运	4.740	2.670	50.70%
创业环保	9.050	2.100	20.88%
华电国际	4.760	2.260	42.73%
北人股份	5.380	1.210	20.24%
科龙电器	3.750	0.000	0.00%
东方电气	29.620	27.300	82.95%
仪征化纤	4.820	1.130	21.10%
新华制药	5.540	1.710	27.78%
广州药业	10.980	4.960	40.66%
昆明机床	13.780	6.710	43.82%
中兴通讯	44.520	37.500	75.81%
南京熊猫	7.520	1.870	22.38%
潍柴动力	45.000	39.100	78.20%
中国神华	32.310	28.750	80.08%
中国铝业	13.450	7.980	53.40%
江西铜业	22.790	14.400	56.87%
上海石化	6.900	2.580	33.65%
鞍钢股份	12.970	15.900	110.33%
海螺水泥	37.830	47.000	111.82%
北辰实业	7.300	2.320	28.60%
兖州煤业	19.760	14.000	63.77%

名称	A 股 (RMB)	H 股 (HKD)	比价
大唐发电	9.390	4.690	44.95%
洛阳玻璃	3.640	0.870	21.51%
马钢股份	5.570	4.820	77.88%
重庆钢铁	5.520	3.150	51.36%
东北电气	3.420	0.970	25.53%
中国铁建	10.130	12.100	107.50%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。