

供给冲击难撼 A 股泡沫化演绎

策略研究报告

2009 年 07 月 23 日

——2009 年 8 月 A 股策略报告

相关研究报告

《奶酪，在复苏与泡沫升级之间》
《从 C.P.I 到 P.P.I: A 股范式之变迁》
《潜伏，只为下一轮泡沫》
《心中拥有春天》
《金融股领涨，政策预期促反弹》
《两会行情如何走：向左 or 向右》
《春回大地暖人心》
《警惕经济飞鞋，期盼政策红包》
《荆棘路上觅阳光》
《风险溢价修正，反弹仍可期待》
《去杠杆化浪潮下的低估值格局》
《后泡沫时代的政策性反弹》
《望穿秋水且拿反周期政策取暖》
《A 股静待突破，转型梦何时圆》
《奥运情结孕希望，反弹高度难乐观》
《安得五月展“红”图？》
《四月迷思：穿行在股改下半场的估值乱象里》

报告作者：

高级研究员 肖彦明
电话：021-58766036-205
E-mail: xiaoyym@glsc.com.cn
研究员 李斌
电话：0510- 82833217
E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

投资要点：

- I 制度性迁移后的供给曲线落入需求的低敏感区域。后股改时代，中国股票供给曲线将逐步完成从需求曲线的左侧敏感区向右侧水平区域的制度性迁徙，总量控制特征的股票供给对 A 股冲击渐次衰减。
- I 低企的风险溢价驱动需求曲线右移，抵御着 IPO 冲击波。经济复苏的趋势确立构成基金加速建仓的因素，供给近视、赚钱效应以及充裕流动性是市场风险溢价低企的重要逻辑，风险偏好的加增驱动需求曲线右移，不断吸收来自股票供给的冲击波。
- I 热钱的天堂！中国股市泡沫化演绎不断升级。外汇储备骤增的背后是热钱大量涌入，外汇占款似有“接棒”信贷扩张的趋势，储蓄搬家成为资金新推手。中国政策后滞的劣根性以及保 8 魔咒为流动性提供了政策性安全边际，而海内外经验数据也显示流动性收缩会对股市产生滞后一到两期的影响（内生性安全边际），A 股进入泡沫化生存阶段。8 月 A 股，依然是投资者激情欢愉的舞台。
- I 泡沫化生存下，宜取攻防兼备的精细策略。这个夏天，好品种依旧涌现，好机遇依旧存在。通胀预期，这个天生的投资 TAG 占据了资本盛宴的半壁江山，将其魅力与风采绽放无余。而行业配置的战术选择上，在延续我们中期策略“复苏+通胀”的核心逻辑基础上，增加“滞涨+业绩改善”的指导思路，寻找确定性更高的行业。

目 录

1. 供给冲击：股指增长率标准差的一个注脚.....	3
1.1 制度性迁移后的供给曲线落入需求的低敏感区域.....	3
1.2 需求曲线趋势性右移吸收 IPO 冲击波.....	6
2. A 股泡沫化演绎不断升级.....	9
2.1 热钱流入与储蓄搬家成为流动性新推手.....	10
2.2 政策后滞为流动性提供安全边际.....	12
2.3 流动性紧缩导致股市走熊存在时滞.....	14
3. 行业配置	16
3.1 行业配置表现回顾	16
3.2 八月行业配置逻辑	18
3.3 八月核心行业配置	23
4. 八月重点品种	25

“不差钱”年代成长起来的孩子，大都是能在外边疯玩到忘记回家吃饭，被流动性“宠坏”的 A 股亦是如此。回归家园，回归本位，迷失的心灵背后总有一个呼唤自己回家的妈----网络热帖《贾君鹏你妈喊你回家吃饭》

七月流火，激情四射。在希望与彷徨、忐忑与狂欢的交替之中，A 股以其 BH（彪悍）作派攻城略地，奉献了一部精彩的暑期大片。政策创建力、货币推动力、复苏向心力、机构行动力……多方联袂，大盘强势突破 3200。记住这个夏天，充满精彩，多少有些无奈：供给冲击、估值忧虑、银根走向……在这一切尚无定数之时，我们迎来充满猜想的 8 月。

1. 供给冲击：股指增长率标准差的一个注脚

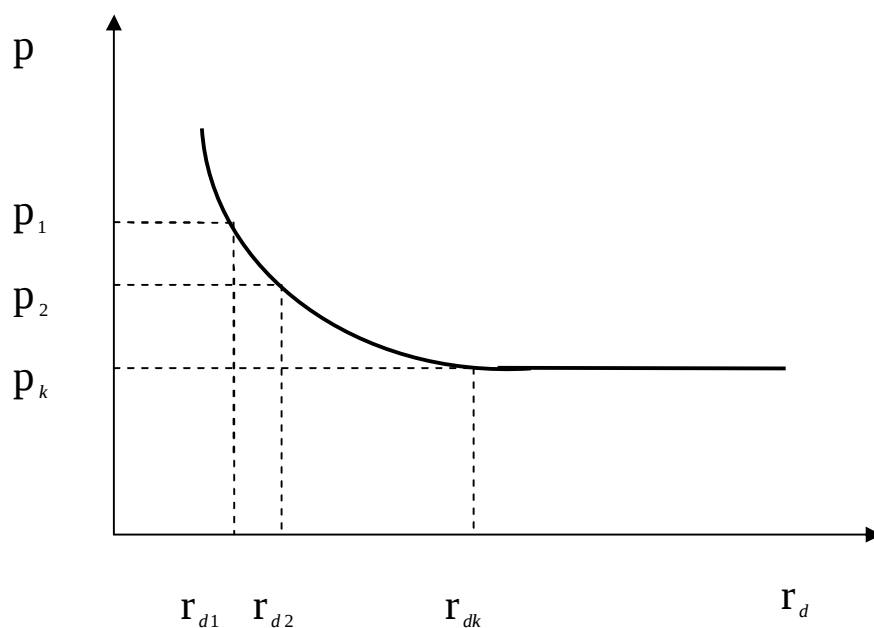
自 1990 年全国性股票市场建立以来，中国股市经历了几番比较大的起伏。考虑到数据可得性，仅用上证综指 1995 年 1 月-2008 年 9 月的半年度指数数据粗略估算，股指增长率的标准差为 51.09，而此期间我国整体经济却保持了平稳快速增长，增速维持在 7.1%到 13%之间，年增长率的标准差仅为 1.32。显然，宏观经济与业绩波动无法对指数的宽幅震荡做出合理的解释，在股指高波动特征的背后，除了中国股市制度性因素外，供给冲击是重要推手。

今年 6 月份以来，A 股市场先后有桂林三金、万马电缆、家润多三家公司上市，四川成渝、中国建筑及神开股份尚在队列之中，而中国国旅过会显示管理层通过供求关系调控市场的意愿加强。无疑，新股发行是当前市场最重要的冲击因素。我们认为，IPO 冲击会加大市场波动，但难以撼动 A 股的泡沫化格局，主要基于以下两个方面的考虑。

1.1 制度性迁移后的供给曲线落入需求的低敏感区域

股票供给对市场的冲击程度主要取决于供需曲线的相对位置，我们假设不同种类资金均用收入资本化法为股票定价，则可以得到股票价格与风险补偿水平的关系曲线。由于风险偏好特征与股票需求量的线性关系，需求曲线与下图类似。

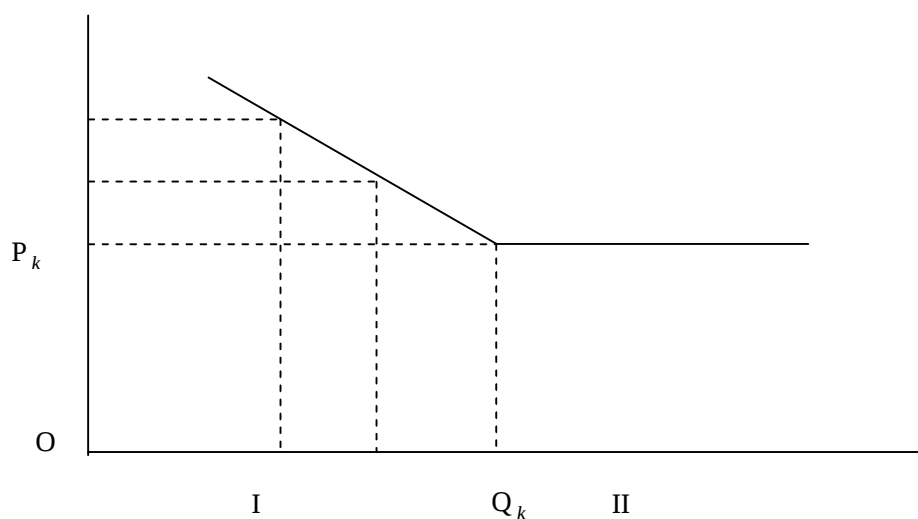
图 1: 股票价格与风险偏好



数据来源: 国联证券研究所

上述曲线也符合一般的经济学逻辑, 当股票价格较高时需求量较低, 而当价格很低时, 会吸引几乎无限的资金进入, 股票需求接近无穷大。为直观起见, 我们将倾斜阶段的曲线用直线代替, 该区域为需求曲线的 I 区, 在此区域, 股价对供给变动最为敏感; 水平线的区域为需求曲线的 II 区, 股票供给并不稀缺, 此区域为需求曲线的低敏感区。我们得到一个简化的股票需求曲线。

图 2: 股票需求曲线



数据来源: 国联证券研究所

由于中国股市股票供给很大程度上由监管当局决定，具有总量控制特征，因此我们可以从市场对监管当局所出的涉及股票供给政策的反应来解释供给曲线所处的区域。

表 1: 中国股市从 1995 年至 2008 年间主要政策

序号	时间日期	股指单日涨跌幅		重大政策性事件	政策类型
		上证 (%)	深证 (%)		
1	19950222	9.89	0.47	3.27 国债事件	政策导向
2	19950519	12.09	6.52	证监会决定暂停国债交易试点	政策导向
3	19950523	-16.39	-16.81	证监会第五次召开，强调加强市场监管力度	政策导向
4	19960430	-7.78	-3.42	出台规范上市公司内部持股政策	市场制度建设
5	19961121	-7.31	-7.1	十二道金牌	政策导向
6	19961216	-9.91	-10.8	人民日报发表《正确认识当前股票市场》特约评论	政策导向
7	19970516	-7.18	-8.86	管理层一系列扩大股票供给，增加资金监管的政策	供求调整
8	19970924	6.53	5.71	三大证券发表评论员文章，增加市场信心	政策导向
9	19990628	6.23	7.97	温家宝发表讲话，表明政府关心股市发展	政策导向
10	19990909	6.59	6.37	三类企业准许入市	供求调整
11	20000214	9.05	9.36	证券公司股票质押贷款管理办法出台	供求调整
12	20000831	-2.65	-2.12	向法人配售新股	市场制度建设
13	20010730	-5.27	-5.21	国有股减持开始	国有股减持
14	20011023	9.86	10	暂停执行国有股减持	国有股减持
15	20011107	-4.62	-5.04	征集国有股减持方案	国有股减持
16	20020131	6.81	7.31	证监会：坚持多赢，增强信心	权威言论
17	20020624	9.25	9.34	停止执行国有股减持	国有股减持
18	20030114	5.81	6.3	资金供给等综合利好	政策综合利好
19	20031120	2.08	1.56	国务院发布国九条	市场制度建设
20	20040701	3	3.33	投资基金管理办法出台	市场制度建设
21	20041110	4.22	4.32	温家宝：加紧落实国九条	市场导向
22	20050607	8.21	8.38	证监会发布上市公司回购流通股操作细则	市场制度建设
23	20060508	3.95	4.3	上市公司证券发行管理办法出台	市场制度建设
24	20070530	-6.5	-6.16	财政部凌晨调高印花税，由千分之三到千分之一	政策导向
25	20070605	2.63	4.79	政府辟谣“无征收资本利得税”等一系列利好消息	政策导向
26	20070707	2.69	3.64	国资委：证监会出台国有股转让暂行办法	市场制度建设
27	20080420	0.72	-1.75	《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》出台	市场制度建设

数据来源：国联证券研究所

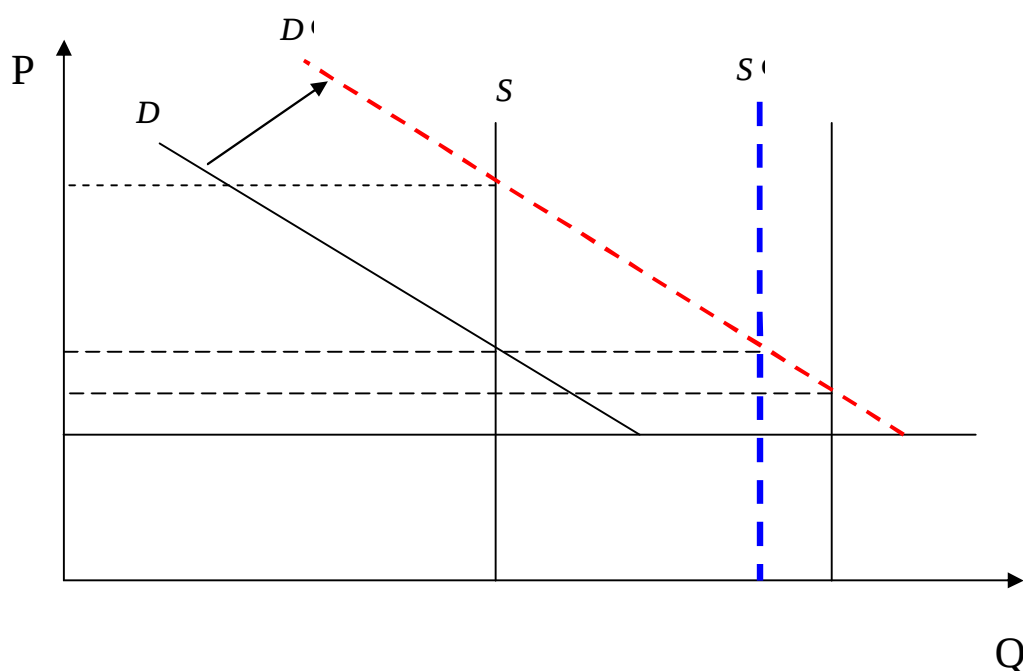
根据上表，政策 7，11，13，14，15，17，19，22，23，26 均涉及股票供给，或是直接决定将来股票的供给量，譬如政策 7，13，14，17，26；或是间接影响未来股票供给的变化，譬如政策 15，19，21，22，23。其中以国有股减持政策演变到股权分置改革期间的一系列政策和权威言论对市场影响最大。因此可以认为在 2005 年的股权分置改革之前，涉及股票供给的政策对市场有着重大影响，中国股票供给曲线处在 I 区域。股改之后，随着非流通股逐渐释放，股票供给不断扩大，从理性预期角度看，股票不再是稀缺的，随之而来的是市场估值体系向成熟市场靠拢，当市场流通股越来越多，股票供给调节政策的单向性决定其对股价的影响将会越来越弱。2007 年 10 月后市场开始重视大小非减持的冲击，市场气氛转为悲观，相关股市调控政策的效果也在降低。以政策 27 为例，《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，市场大部分投资者对这个仅延缓大小非减持速度的利好消息反应冷淡。

综合市场对涉及股票供给政策的反应，可以认为，从 2007 年 10 月开始，中国股票供给曲线处在从 I 区域向 II 区域的迁移中，股市对供给冲击的敏感度日显钝化。随着全流通时代的来临，中国股票供给曲线将逐步完成从需求曲线的左侧敏感区向右侧水平区域的制度性迁徙，股票供给对 A 股冲击渐次衰减。

1.2 需求曲线趋势性右移吸收 IPO 冲击波

当证券市场极度缺乏流动性时，一个很小的甚至无法观察到的供给冲击就会引起价格的巨大变化，反之亦然。根据供求曲线关联特征，需求曲线的移动能在一定程度上抵消供给对价格的影响。

图 3: 需求曲线右移可以部分抵消供给放大的负面影响

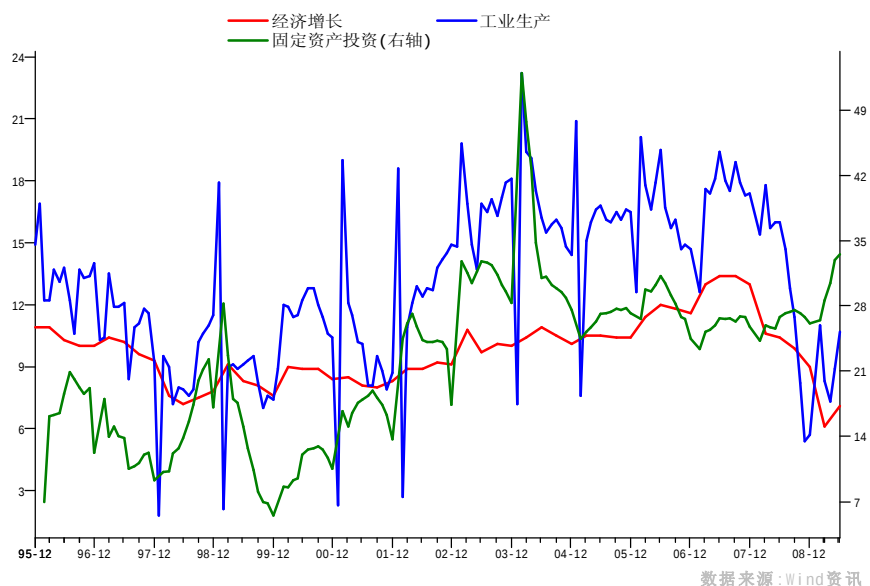


数据来源: 国联证券研究所

我们认为, 今年以来, 需求曲线的右移趋势较为明显, 背后的逻辑主要包括: 经济复苏与行情向好构成基金加速建仓的因素; 供给近视、赚钱效应以及充裕流动性导致市场风险溢价低企, 风险偏好的加增驱动需求曲线右移。

首先是新基金的快速加仓。6 月份以来, 新基金建仓策略一改前期谨慎观点, 更多采取加速建仓策略。部分 4、5 月成立的次新基金的股票仓位也出现大幅提升。统计显示, 截至 7 月 20 日, 今年 6 月以来成立的已公布净值的 11 只股票基金, 平均净值增长率达 6.02%, 而 4、5 月份成立的次新基金在 6 月份收益最高不过 3%。经济复苏日趋明朗、A 股行情向好激励着基金提高股票仓位, 这为股市输入了不少后续资金。

图 4: 经济复苏的趋势确立

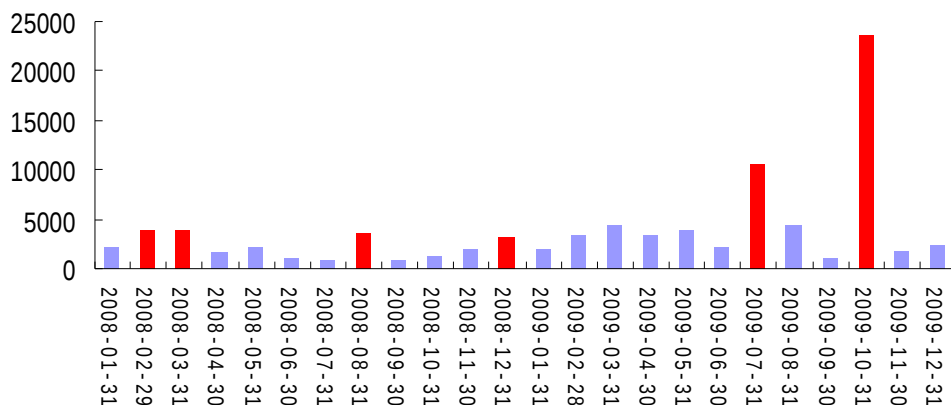


数据来源：国联证券研究所 Wind

此外，市场风险溢价从高点回落，助推需求放大。非流通股的阶段性释放、主板 IPO 与创业板的渐次推出，会造成投资者的供给近视，即投资者对未来的扩容相对麻木，短期内主观股票供给曲线仍停留在 I 区域，从而维持乐观的市场情绪、加大市场的资金供给，使股票需求曲线右移。

总之，资金供给的充裕使得投资者风险偏好增加，导致需求曲线右移，不仅将股价维持在了股票供给前的水平，甚至将总体价格水平大大推高，消化掉股票供给的负面影响。

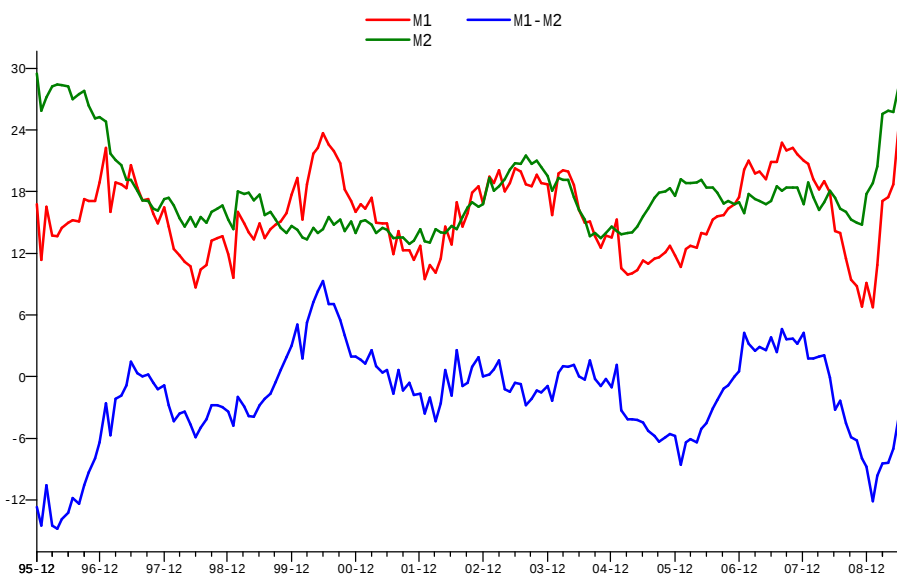
图 5：8、9 两月解禁股规模相对较小



2008年至2009年各月非流通股解禁市值(单位: 亿元)

数据来源：国联证券研究所 Wind

图 6：M1、M2 之差大幅反弹显示风险溢价呈回落态势



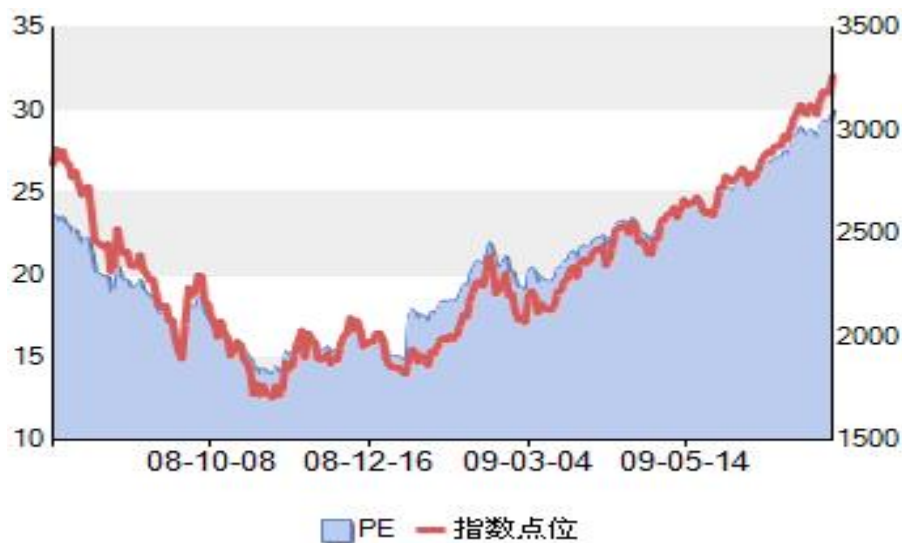
数据来源：Wind 资讯

数据来源：国联证券研究所 Wind

2. A 股泡沫化演绎不断升级

我们在中期策略报告中曾强调，“不差钱”故事与乐观情绪依然会主导市场，估值泡沫可能卷土重来，目前可以观察到的是，流动性局面依旧宽裕，市场已从估值繁荣迈向估值泡沫阶段。据最新数据统计，沪深平均市盈率都已经突破 30 倍，其中深市更高。按照 30 倍合理市盈率来说，泡沫已经显现并有进一步吹大的趋势。

图 7: 上证综指 PE 破 30 倍、市盈率月变化率 14% 彰显泡沫迹象



数据来源: 国联证券研究所 Wind

我们认为,中国股市泡沫化演绎是多股力量的汇集:中国成为热钱的天堂;居民存款活期化助推流动性;中国政策后滞的劣根性以及保 8 魔咒为流动性提供了政策性安全边际,而国内外经验数据也显示流动性收缩对股市产生滞后一到两期的影响(内生性安全边际)。总之,A 股进入泡沫化生存阶段,8 月 A 股,依然是投资者激情欢愉的舞台。

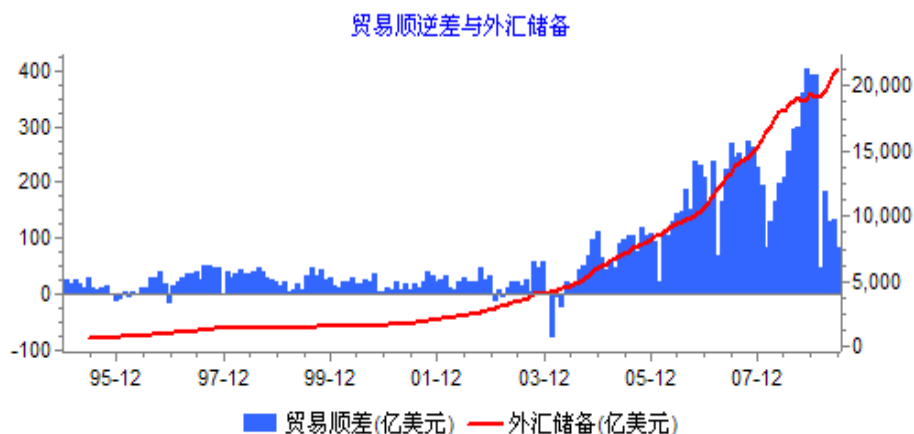
2.1 热钱流入与储蓄搬家成为流动性新推手

据测算,今年第二季度我国外汇储备净增长 1778 亿美元,其中来自贸易顺差的有 348 亿美元,FDI 有 183 亿美元,欧元对美元升值的估值效约占 339 亿美元,而除此之外的 908 亿美元似乎只能归结为短期国际资本的流入。换句话说,在过去 3 个月中,平均每天有 11 亿美元的疑似热钱流入我国。实际上,从今年 3 月份开始,热钱出现回流内地态势,通过换汇、虚假合同等各种途径进入北京楼市,随后进一步进入内地各个地方和资本市场。外汇储备骤增的背后是热钱大量涌入,外汇占款导致的基础货币被动投放,似有“接棒”信贷扩张的趋势,下半年可以缓冲商业银行信贷下滑的负面影响。

热钱流入有着复杂的国际国内驱动因素。首先是美国宽松的货币政策诱使其它国家货币当局纷纷放松银根,全球流动性异常充裕,形成了流动性的“堰塞湖”效应,由于中国经济复苏前景更为明朗乐观,外国资本加速进入中国资产市场。其次,美国宽松的货币政策会导致美元面临贬值压力,美元贬值的大

方向基本可以确定，人民币国际地位在提高，汇差的扩大使得人民币资产更加受到全球流动性的追逐。三是息差的存在。发达国家为刺激经济普遍采取零利率，而中国并未进入降息周期，息差存在也会刺激全球流动性进入中国，套息交易趋势性存在。

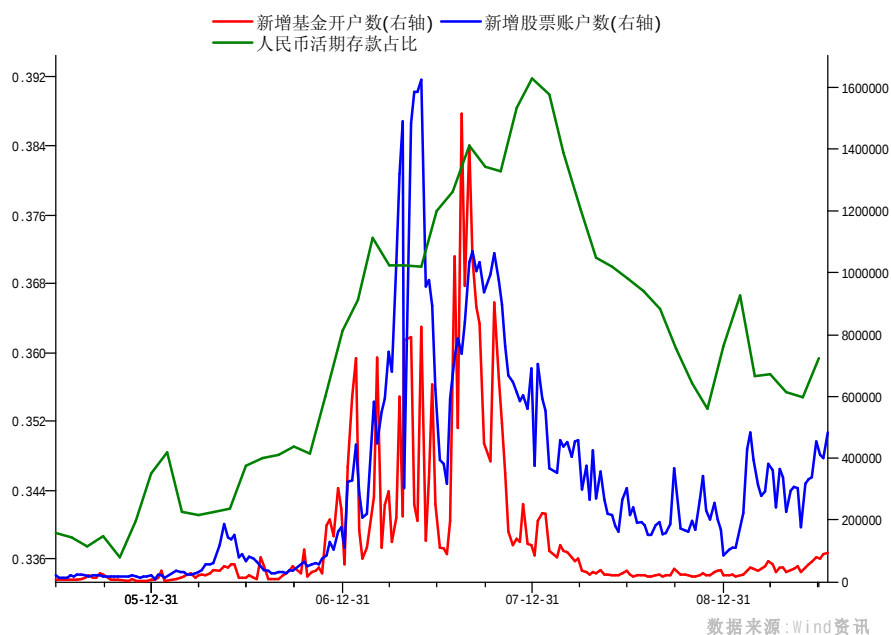
图 8：2 季度外汇储备与贸易顺差不匹配显示热钱大举流入



数据来源：Wind 资讯

数据来源：国联证券研究所 Wind

图 9：储蓄搬家不断释放流动性



数据来源：国联证券研究所 Wind

2.2 政策后滞为流动性提供安全边际

在宽裕流动性催生通胀预期及资产泡沫化的背景下，货币政策走向成为市场关注的热点。通胀预期会否引来加息周期，银根会否在下半年显著收紧？从历史经验来看，我们并不担心紧缩政策的不期而至。譬如在 1997 年亚洲金融危机以及 2007 年美国次贷危机，我们发现中国的宏观调控是滞后的，而且政策时滞过长。

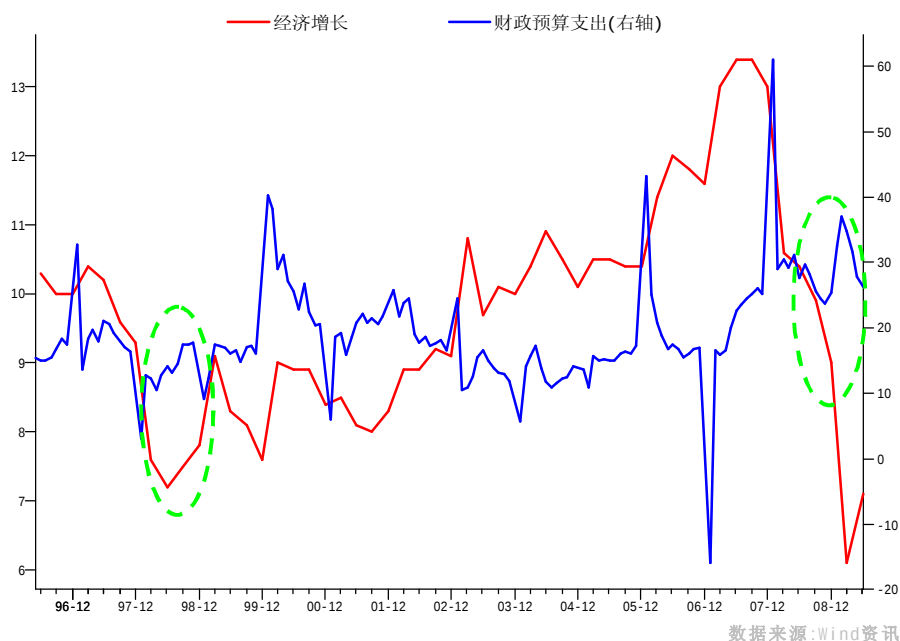
先来看 1998 年的宏观调控。从 1996 年开始中国经济就出现了总需求萎缩。1997 年 3 月物价开始回落，GDP 增速开始下滑，不久又遭受外部冲击，这就是 1997 年 7 月爆发的亚洲金融危机。到 1998 年 7 月，为应对亚洲金融危机，扩大总需求，我国政府才转向实施积极的财政政策。从 1997 年 7 月泰铢危机爆发到 1998 年 8 月我国正式实施积极的财政政策，时滞为 13 个月；从 1997 年第四季度我国经济增长大幅下滑到宏观经济政策调整，时滞为 10 个月。

再来考察 2008 年的宏观调控情况。2007 年 2 月 13 日，美国抵押贷款风险开始浮出水面。2008 年初中国经济已经进入下行通道，但我们的宏观调控还是坚持稳健的财政政策和从紧的货币政策搭配。虽然年中的宏观政策由年初的“双防”（防止经济过热和防止通货膨胀）调整为“一保一控”（保经济增长，控制物价过快上涨），但是财政政策和货币政策没有进行大的调整和转向。一直到 2008 年 11 月 5 日的国务院常务会议才决定由稳健的财政政策和从紧的货币政策转变为积极的财政政策和适度宽松的货币政策。从 2007 年 2 月美国次贷危机爆发到 2008 年 11 月我国宏观经济政策做出重大调整，时滞为 21 个月；从 2007 年 8 月美国等发达国家救市到我国宏观经济政策调整，时滞为 14 个月；从 2008 年 4 月我国出口增长下滑到实施扩大内需政策，时滞为 7 个月。

贻误战机，无疑增加了经济复苏的难度。中国宏观调控缺乏预见性和前瞻性之弊端由来已久，其劣根性在于：（1）特殊的政治制度安排导致决策时滞；（2）过分注重经济政策的连续性和稳定性而降低了政策的灵活性和政策调整的适时性，没有在政策的稳定性与灵活性、连续性与适时性之间求得恰当的平衡；（3）经济管理部门和政策研究部门常常“报喜不报忧”“与中央、与领导保持一致”，维上的办公室文化导致经济专家们不敢讲真话讲直话，贻误了决策时机。

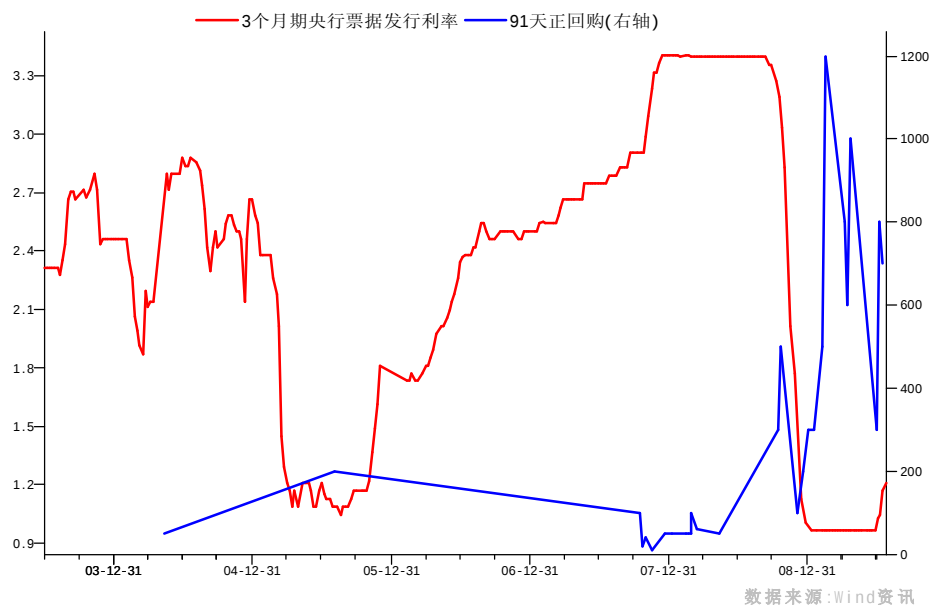
特别是在全国上下“保八”的政治口号下，中国政策滞后的劣根性在某种程度上为目前的流动性环境提供了政策性安全边际。正如，我们在中期报告中所强调的，货币微调是大概率事件，但在复苏基础尚未夯实的情况下，银根转向并无很大可能。

图 10: 两次金融危机均存在调控时滞



数据来源：国联证券研究所 Wind

图 11: 今年以来央行在公开市场上回笼资金的力度加大



数据来源：国联证券研究所 Wind

2.3 流动性紧缩导致股市走熊存在时滞

回顾中国证券市场的几轮牛熊转换，正所谓“成也流动性、败也流动性”。与流动性共舞，享受泡沫，必须学会“与紧缩作战”。对投资者而言，分析流动性收缩对股市影响的时滞期对投资实战具有一定参考价值。

我们以 20 世纪 80 年代的中国台湾、日本为考察对象，业内关于这两个国家和地区资产泡沫的研究报告汗牛塞栋，限于篇幅，我们不再赘述资产泡沫的形成及破灭机理，这里仅考察流动性收缩对股市的负面影响。其中衡量流动性过剩的指标设置为：流动性过剩 = $(M_2 \text{ 增长速度} - \text{实际 GDP 增长速度}) / \text{实际 GDP 增长速度}$ 。先来看台币升值期间台湾流动性过剩与股指的关系，如下表。

表 2: 台币升值期间流动性过剩与股指的关系

时间	TWSE Index	流动性过剩 (%)	流动性过剩变化 (%)
1984-12-31	838.7	8.18	
1985-12-31	835.12	16.77	8.59
1986-12-31	1039.11	10.59	-6.18
1987-12-31	2339.8	9.18	-1.41
1988-12-30	5119.11	11.35	2.16
1989-12-29	9624.18	9.14	-2.21
1990-12-31	4530.16	4.97	-4.16
1991-12-31	4600.27	10.96	5.98

数据来源：国联证券研究所

我们发现这样的规律：（1）当股指没有达到峰值，只要流动性环境宽裕，流动性的适度收缩对股指不大。（2）当股指处于高位时，流动性收缩将使股市走熊。1989 年与 1990 年的收缩是导致台湾股市走熊的直接原因。（3）在牛市的后期，流动性紧缩对股价变动的负面影响存在 1 年的滞后期。

日本流动性泛滥催生的资产泡沫更具代表性，我们来看日本的情况。

表 3: 日元升值期间流动性过剩与股指的关系

时间	Nikkei Close	流动性过剩 (%)	流动性过剩变化 (%)
1983-12-30	10196	5.01	
1984-12-31	11543	3.51	-1.50
1985-12-31	13083	4.74	1.23
1986-12-31	18821	4.82	0.08
1987-12-31	21564	6.13	1.31
1988-12-30	30159	3.78	-2.36
1989-12-29	38916	5.45	1.66
1990-12-31	23849	2.76	-2.69
1991-12-31	22984	-0.40	-3.16
1992-12-31	16925	-0.92	-0.35

数据来源: 国联证券研究所

从上表, 我们可以得出结论: (1) 1988 年和 1990 年、1991 年和 1992 年流动性的连续收紧是导致日本股市走熊的导火索。(2) 在牛市的后期, 流动性紧缩对股价变动的负面影响存在两年的滞后期。即 1988 年流动性紧缩 2.35%, 1990 年日经指数下跌近 40%, 正式步入熊市。

表 4: 本币升值下的中国大陆、日本、中国台湾的流动性管理效果比较

年份	股市	流动性过剩变化			
		日本	台湾	年份	中国内地
1985	走牛	扩张(1.23%)	扩张(8.59%)	2005	扩张(2.41%)
1986	走牛	扩张(0.08%)	收缩(-6.18%)	2006 (走牛)	收缩(-1.24%)
1987	走牛	扩张(1.31%)	收缩(-1.41%)	2007 (走牛)	收缩(-0.95%)
1988	走牛	收缩(-2.35%)	扩张(2.16%)	2008 (走熊)	
1989	走牛	扩张(1.66%)	收缩(-2.21%)		
1990	走熊	收缩(-2.69%)	收缩(-4.16%)		
1991	走熊	收缩(-3.16%)	扩张(5.98%)		

数据来源: 国联证券研究所 Wind

上述的经验数据显示流动性收缩对股市的负面影响通常存在时滞期, 这种时滞也许可以从行为金融学中的“市场反应不足”来获得解释, 而这是由投资者存在过度自信、自我归因及保守性偏差等现象所致。历史经验所揭示的一到两年时滞期, 无疑为处在泡沫化初期的 A 股提高了一个内生性安全边际。

基于此, 对中国股市, 我们似乎可以获得两点启示: 当股指不在高位时, 流动性的收缩暂不会影响当前股市的运行趋势; 流动性收缩对股市负面冲击存在内生性安全边际 (极端情况下存在 1 到 2 年的时滞期)。

3. 行业配置

我们在中期策略报告《奶酪，在复苏与泡沫升级之间》中提出下半年市场可能出现“V”型走势，三季度可能出现一定的调整。目前市场正面临重要点位冲关、业绩“期中考”、大型 IPO 重启、流动性拐点狐疑四大考验，市场心理面、基本面、资金面、宏观面都处在不确定的复杂变化中。但从好的方面来看，目前市场仍处强势，风格转换、行业轮动都在有序进行，蓝筹与中小板风格股此起彼伏，使行情有继续维持的空间。我们虽然认为反弹行情已经走过大半，但在市场并未出现根本性扭转前，投资仍有可为。8 月投资，我们建议在行业配置上注重“攻守兼备”，在延续我们中期策略“复苏+通胀”的核心逻辑基础上，增加“滞涨+业绩改善”的指导思路，寻找确定性更高的行业。

3.1 行业配置表现回顾

中期报告我们根据**复苏 (Recovery)**、**通货膨胀 (Inflation)**、**政策 (Policy)**、**业绩 (Performance)**、**成长 (Growth)** 和**市场预期 (Expectation)** 六大要点构建行业配置表如下：

表 5：09 年下半年行业配置表

超配		标配	
大类行业	细分类别	大类行业	细分类别
有色金属	铜、黄金等	家用电器	小家电、空调生产
煤炭	动力煤、焦煤	商业连锁	百货、连锁超市
新能源	核电、新能源电池	通信	3G 相关设备制造和维护商
石油化工	节能减排、煤化工、化工原料（磷）	交通运输	机场、港口、海运
电气设备	智能电网建设相关	基建建材	水泥
食品饮料	白酒、农业食品	钢铁	
金融	券商、保险、中小股份制银行	公用事业	水务、天然气、石油液化气
房地产	商品住宅建设		
汽车汽配	轿车整车、客车及配件生产		
医药生物			

数据来源：国联证券研究所

自 6 月 23 日以来，我们推出中期策略报告以来，超配大类行业中的采掘、化工、有色、食品饮料和房地产涨幅超越市场的整体表现，在标配的行业中，则有黑色金属、家用电器和交通运输行业表现超越大盘。这表明我们中期“复苏+通胀”的核心配置逻辑已经得到了印证。具体到细分子行业中，煤炭、汽

车整车、证券、保险、白酒、铜、黄金等中期提示特别关注的子行业也都以比较大的幅度跑赢市场。

整体上看，6 月~7 月的 A 股市场仍是以进攻为主基调的，表现优异的行业也集中体现出更强的周期性特征。“上游资源+下游可选消费”的微笑曲线组合受到了市场资金的明显关注。这将是 09 年下半年一个较为持久的投资逻辑。

表 6：近一个月来大类行业表现（6 月 23 日-7 月 20 日）

板块名称	涨跌幅	相对市场涨幅	总市值变化率	流通市值变化率	行业贡献率
农林牧渔	13.83%	0.68%	25.08%	13.12%	1.60%
采掘	14.92%	1.77%	17.66%	42.55%	20.47%
化工	13.27%	0.12%	14.25%	16.34%	7.44%
黑色金属	28.19%	15.04%	23.11%	22.86%	5.67%
有色金属	29.25%	16.10%	29.60%	28.80%	7.81%
建筑建材	13.64%	0.49%	14.01%	20.75%	3.34%
机械设备	13.74%	0.59%	14.32%	15.96%	4.34%
电子元器件	11.00%	-2.15%	11.45%	13.62%	0.96%
交运设备	20.58%	7.43%	19.83%	21.48%	4.21%
信息设备	14.24%	1.09%	14.69%	15.47%	1.08%
家用电器	15.29%	2.14%	15.19%	16.71%	0.97%
食品饮料	14.10%	0.95%	14.77%	16.60%	2.45%
纺织服装	12.44%	-0.71%	12.54%	14.95%	0.89%
轻工制造	12.84%	-0.31%	13.69%	14.06%	0.71%
医药生物	8.12%	-5.03%	11.98%	9.03%	2.31%
公用事业	11.63%	-1.52%	12.01%	12.38%	3.09%
交通运输	15.68%	2.53%	14.89%	15.97%	5.24%
房地产	19.12%	5.97%	22.94%	20.13%	8.78%
金融服务	8.04%	-5.11%	7.48%	53.43%	13.98%
商业贸易	9.85%	-3.30%	10.92%	11.37%	1.61%
餐饮旅游	15.66%	2.51%	15.71%	18.07%	0.39%
信息服务	11.07%	-2.08%	11.10%	10.33%	1.65%
综合	15.12%	1.97%	15.11%	16.00%	0.75%

数据来源：国联证券研究所

表 7: 近一个月来重点子行业和子板块表现 (6 月 23 日-7 月 20 日)

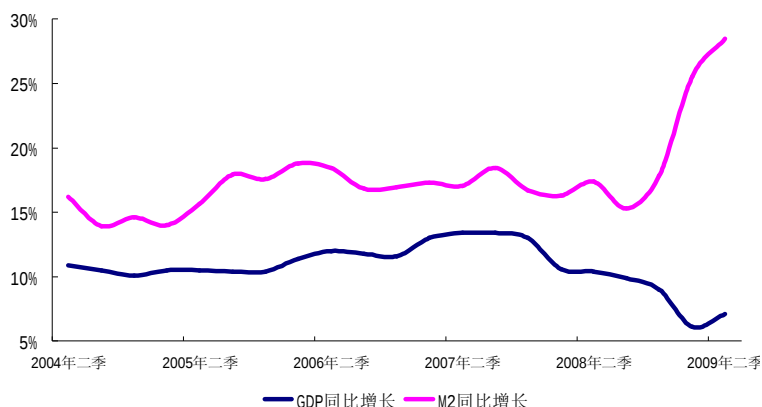
板块名称	涨跌幅	相对市场涨幅	总市值变化率	流通市值变化率	行业贡献率
煤炭开采	35.31%	22.16%	38.52%	48.72%	13.86%
石油开采	5.27%	-7.88%	8.00%	8.03%	6.36%
钢铁	28.19%	15.04%	23.11%	22.86%	5.67%
汽车整车	28.55%	15.40%	25.35%	25.08%	2.10%
生物制品	2.48%	-10.67%	4.38%	4.75%	0.19%
中药	10.54%	-2.61%	20.29%	12.21%	1.32%
电力	10.68%	-2.47%	10.69%	11.30%	2.33%
银行	3.52%	-9.63%	0.65%	66.82%	0.85%
证券	17.10%	3.95%	19.69%	26.83%	3.95%
保险	26.64%	13.49%	27.22%	32.94%	8.99%
零售	8.17%	-4.98%	9.21%	9.71%	1.02%
通信运营	9.03%	-4.12%	6.13%	6.20%	0.33%
白酒	17.61%	4.46%	17.90%	18.11%	1.71%
电气设备	11.30%	-1.85%	13.20%	12.98%	1.93%
磷肥	7.26%	-5.89%	6.89%	7.08%	0.01%
化学制品	10.81%	-2.34%	9.79%	14.10%	1.15%
铜	38.25%	25.10%	37.37%	32.62%	1.50%
黄金	19.12%	5.97%	20.40%	20.78%	1.44%
新能源	12.56%	-0.59%	12.82%	13.13%	2.65%
节能减排	9.94%	-3.21%	9.94%	11.52%	0.63%

数据来源: 国联证券研究所

3.2 八月行业配置逻辑

针对八月的投资策略, 我们仍然坚持“复苏+通胀”的主逻辑。本轮经济回暖及经通胀预期均来自于宽松的货币政策和积极的财政政策的有力推动。虽然目前管理层和学界都对货币及信贷增长过快表示担忧, 但最高决策层“保增长”的主基调并没有改变, 所以无论经济复苏下的景气传递还是货币释放下的通胀受益都将构成行业配置的主旋律。但在市场反弹可能进入中后期, 同时中报公布带来估值压力的时点上, 我们增加“滞涨+业绩改善”的指导思想, 寻找中期确定性更高的行业, 以达成我们“攻守兼备”的战略思想。

图 12: GDP 与 M2 增长

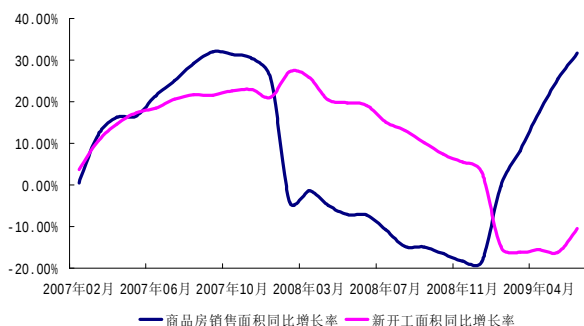


数据来源: Wind 国联证券研究所

(1)、坚持“复苏+通胀”核心逻辑不变

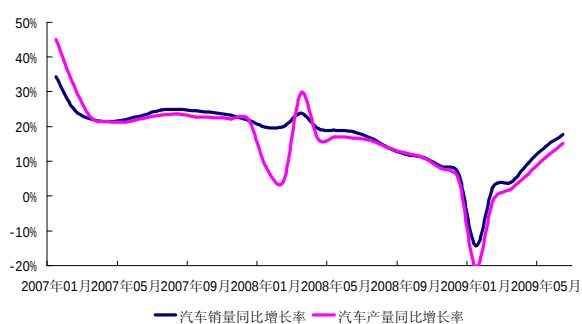
经济复苏继续向中游传导。从拉动经济的两大关键性行业——房地产和汽车业近期的行业情况来看，销售端的复苏毫无疑问，而生产端的回暖则表现不同。汽车业生产量的增长与销售保持着紧密的联动关系，但房地产新开工面积的增长则基本上刚刚开始反弹。无论是“蛛网”理论，还是“蜂聚”效应都说明房地产开发存在一个调整过度的周期，未来随着开发商投资热情的提高，房地产开工建设对经济整体拉动的效果会更明显。我们在中期提出与“上游资源品+下游终端消费品”的微笑曲线两端关联更紧密的行业已经开始显现投资机会，现在我们则要提出更大胆地面向中游行业挖掘复苏机会。

图 13: 房地产行业重要指标表现



数据来源: 国联证券研究所、Wind

图 14: 部分行业毛利率稳定表现



数据来源: 国联证券研究所、Wind

通胀预期仍未改变。货币供应量的高增长是我国应对全球经济危机的重要

手段，在全球经济形势仍不明朗的情况下，我国流动性环境至少短期内不会面临“急刹车”式的调整。目前 GDP 增长相比 M2 增长率有高达 20% 的缺口，这些货币供应必然对现有的资产价格重估构成明显影响。资源类商品、房地产和虚拟经济的金融属性将会发生作用，成为吸收流动性的重要去向。流动性的涌入将会推高这三方面的资产价格，形成一定的通胀预期。我们维持对于 09 年下半年温和的结构性通胀的判断不变。

国际大宗商品走势依然维持强势。尽管美元指数走平和对全球经济前景的悲观一度造成原油及主要基本金属的大幅下挫，但其随后出现的强力反弹则表明短期内大宗商品仍处在强势中。作为最基本的生产资料，石油和有色金属的经济性的因素将成为推动其价格上涨的另一个动力，在其受益下的行业将会再度有所表现。

图 15: COMEX 黄金

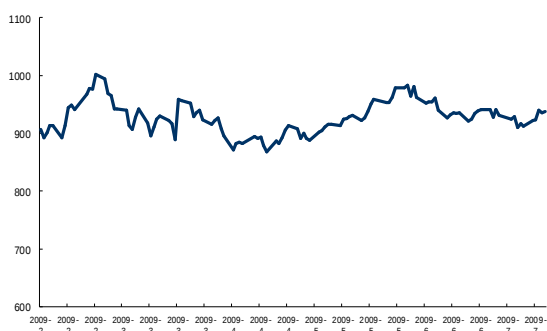


图 16: 布伦特原油

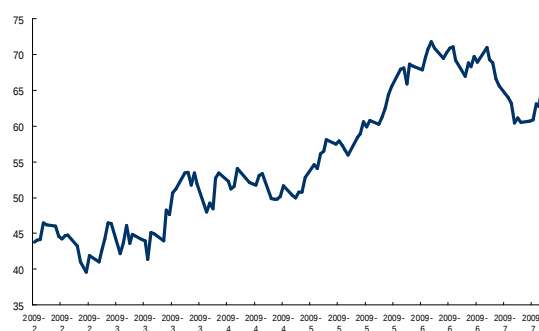


图 17: 金属价格走势

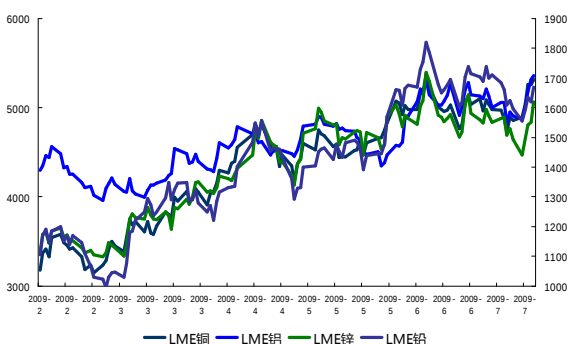
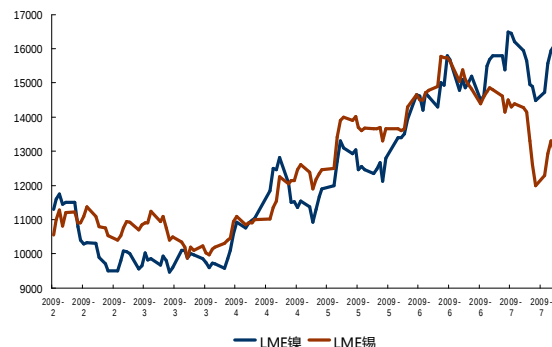


图 18: 金属价格走势



数据来源：国联证券研究所、Wind

(2)、寻找业绩稳定修复的行业

关注工业企业行业景气与超预期逻辑

在主要逻辑线索“复苏+通胀”不变的前提下，我们通过观察工业企业主营业务收入增长及毛利率的变化情况来寻找潜在的业绩改善的投资机会。

由于 08 年全球经济衰退和国内宏观调控的双重作用，工业企业盈利水平大幅下降。09 年开始实行的经济刺激计划首先带动了上游资源和下游消费行业的景气，而复苏能否传递到中游产业关系到整体经济能否见底回升以及证券市场下一步的投资方向。在目前时点的投资来说，我们更关注盈利能力的恢复预期，而不是确定性的盈利水平。通过观察主要工业主营业务收入增长和毛利率变动情况，我们可以寻找到业绩修复明确的行业。

表 8：重点工业企业单季度主营业务收入同比增长

	单季度主营业务收入同比增长					
	2008-02	2008-05	2008-08	2008-11	2009-02	2009-05
煤炭开采和洗选业	44.1%	59.0%	78.6%	59.0%	19.9%	12.0%
石油和天然气开采业	40.4%	34.0%	46.6%	15.7%	-45.2%	-37.2%
黑色金属矿采选业	91.6%	90.5%	86.0%	21.1%	-13.9%	-15.8%
有色金属矿采选业	24.9%	17.7%	10.4%	-6.7%	-21.0%	-16.5%
食品制造业	30.8%	33.1%	28.5%	19.9%	10.8%	13.1%
饮料制造业	27.0%	25.1%	26.7%	18.2%	13.2%	16.5%
纺织业	17.1%	18.1%	14.7%	9.0%	0.3%	3.5%
造纸及纸制品业	27.4%	28.0%	24.0%	9.7%	-4.3%	1.8%
石油加工、 炼焦及核燃料加工业	33.6%	31.4%	47.3%	10.9%	-26.5%	-14.9%
化学原料及 化学制品制造业	29.7%	30.2%	33.7%	8.7%	-5.9%	0.6%
医药制造业	30.4%	24.6%	29.8%	21.6%	16.4%	19.6%
化学纤维制造业	13.6%	5.5%	0.1%	-9.0%	-25.1%	-9.7%
橡胶制品业	25.3%	25.1%	21.5%	11.2%	-0.8%	9.7%
通用设备制造业	33.5%	34.8%	33.2%	19.3%	9.4%	11.5%
专用设备制造业	35.0%	33.7%	31.7%	27.7%	15.4%	20.7%
交通运输设备制造业	31.1%	28.9%	24.6%	12.0%	-2.5%	13.4%
电气机械及器材制造业	30.7%	28.7%	23.1%	14.0%	0.8%	3.9%
通信设备、计算机 及其他电子设备制造业	14.4%	21.4%	13.7%	-2.1%	-16.2%	-6.4%
仪器仪表及文化、 办公用机械制造业	23.9%	20.6%	14.6%	6.9%	-6.7%	-1.2%
电力、热力的生产和供应业	17.1%	17.0%	14.3%	6.0%	1.6%	9.9%
燃气生产和供应业	41.9%	41.7%	49.6%	15.1%	-45.1%	-41.2%
水的生产和供应业	10.1%	15.3%	8.5%	2.5%	19.5%	11.5%

数据来源：国联证券研究所 国研网

表 9：重点工业企业单季度主营业务收入同比增长

	单季度毛利率水平					
	2008-02	2008-05	2008-08	2008-11	2009-02	2009-05
煤炭开采和洗选业	29.8%	30.7%	34.0%	31.1%	28.4%	28.0%
石油和天然气开采业	62.1%	58.9%	56.7%	49.2%	27.6%	35.2%
黑色金属矿采选业	31.8%	32.0%	31.0%	22.7%	22.7%	18.7%
有色金属矿采选业	27.2%	25.8%	26.8%	23.3%	19.7%	20.8%
食品制造业	19.9%	1.2%	37.5%	18.4%	21.6%	21.9%
饮料制造业	29.6%	27.6%	27.4%	26.2%	26.9%	28.4%
纺织业	10.5%	9.9%	10.9%	11.0%	9.8%	10.7%
造纸及纸制品业	13.8%	13.8%	12.1%	11.6%	12.0%	13.2%
石油加工、 炼焦及核燃料加工业	-0.6%	-0.6%	-3.3%	-1.3%	22.7%	24.9%
化学原料及 化学制品制造业	14.8%	15.2%	14.9%	12.1%	14.0%	15.8%
医药制造业	31.7%	30.5%	30.7%	30.3%	31.9%	30.7%
化学纤维制造业	7.0%	6.8%	6.3%	5.0%	5.5%	6.6%
橡胶制品业	13.0%	12.6%	12.5%	11.8%	12.5%	15.1%
通用设备制造业	15.5%	15.4%	15.0%	14.9%	15.2%	15.0%
专用设备制造业	16.9%	16.4%	16.6%	16.2%	16.6%	16.3%
交通运输设备制造业	14.9%	14.7%	13.9%	14.2%	13.8%	14.6%
电气机械及器材制造业	14.4%	13.6%	13.7%	14.3%	14.9%	14.6%
通信设备、计算机 及其他电子设备制造业	10.3%	9.4%	9.8%	9.8%	9.0%	9.6%
仪器仪表及文化、 办公用机械制造业	14.4%	14.2%	15.1%	16.2%	16.7%	15.6%
电力、热力的生产和供应业	9.8%	7.9%	5.7%	5.0%	8.3%	6.8%
燃气生产和供应业	13.8%	13.9%	14.9%	12.1%	14.2%	14.9%
水的生产和供应业	22.8%	24.6%	26.8%	25.4%	21.6%	25.1%

数据来源：国联证券研究所 国研网

综合考虑主营业务收入增长情况和毛利率水平，我们认为食品制造业、饮料制造业、专用设备制造业等盈利增速小幅改善，并保持了良好的正增长态势，是当前经济环境中的“绩优生”。造纸及纸制品业、交通运输设备制造业、电气机械制造业、化学纤维制造业、橡胶制品业、炼焦及核燃料加工业、石油和天然气开采业水生产和供应业等行业在 09 年 2 季度业绩改善明显。交通运输设备制造、造纸及纸制品业、电气机械及器材制造业等行业有望实现大幅度的业绩增长。

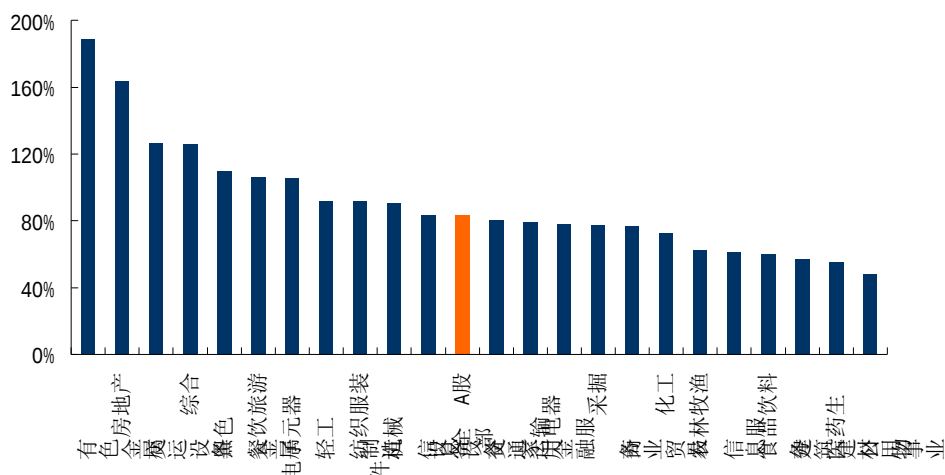
服务性领域依然是超预期的热门。除了在基础较差的工业企业中寻找“矮

中拔长”的超预期机会外，我们认为金融服务、商业零售行业、物流运输业中带来惊喜的概率也很大。作为资本市场的直接参与者，保险受益通胀预期、投资收益增长等因素，券商则受益市场交易量和股指涨幅超预期以及 IPO 重启、创新业务启动等因素，全年业绩超预期基本是确定的事件。宏观经济复苏和消费刺激计划的进一步落实则利好商业零售业，带来一定的超预期可能。而物流运输既是经济复苏，工业生产恢复的受益者，又是经济真正回暖的重要指标。航运指数的上涨以及货物运输量的上升都在预示该板块进入复苏。

(3)、“滞涨”是另一条重要的指导思路

目前市场仍处强势，风格转换、行业轮动都在有序进行，蓝筹与中小板风格股此起彼伏，使行情有继续维持的空间。当前行情的持续进行必然推动前期涨幅不大，但具备业绩修复或其他估值提升因素的行业在反弹行情的后半段出现一定的投资机会。

图 19：今年以来行业涨幅（截止 7 月 20 日）



数据来源：Wind 国联证券研究所

09 年上半年以来显著跑输大盘的行业有公用事业、医药生物、建筑建材、食品饮料、信息服务、农林牧渔、化工等。未来行业轮动的机会将有望在其中展开。

3.3 八月核心行业配置

我们认为，反弹行情已经走过大半，但在市场并未出现根本性扭转前，投资仍有可为。战略上，我们强调“攻守兼备”，而在具体的配置上，我们综合

考虑“复苏+通胀”的核心逻辑与“业绩改善+滞涨”的指导思路，建议在坚持中期策略配置的基础上，对以下几个行业重点关注。

表 10: 8 月行业配置

大类行业	细分行业	观点	理由
有色金属	铅锌、黄金	重点关注	有色金属在基本面因素改善的情况下，子行业间出现轮动，次序是“铜->铅锌->黄金->铝”。我们认为有色金属板块仍有表现机会，同时驱动主力将转向铅锌类、及黄金股。
轻工制造	造纸	重点关注	行业估值水平安全，营收与毛利率水平开始有明显改善，产品价格的上升也构成刺激行业投资机会的要素。看好行业龙头和拥有林地资源的公司。
新能源	光伏	重点关注	新能源调整 2 月有余后，“金太阳”政策出台又构成新的刺激因素。主题投资中新能源板块仍为主要线索。短期光伏受益最大。
煤炭采掘	焦煤	重点关注	煤炭板块在通胀预期和煤价稳定背景下，业绩确定性增加，看好煤价，尤其是焦煤随经济走强及油价带动下逐步走强。
基础化工	煤化工、化工资源品、民爆、化纤、双碱	重点关注	化工行业整体估值水平有一定安全空间，部分子行业受益经济复苏及通胀预期。营收与毛利率也在显示行业业绩改善。看好通胀预期下，受益上游资源涨价，业绩波动敏感性较大的化工资源品类、煤化工类和业绩有稳定改善预期的民爆、化纤、双碱。
交通运输	航运、铁路运输	重点关注	交通运输既是经济复苏，工业生产恢复的受益者，又是经济真正回暖的重要指标。航运指数的上涨以及货物运输量的上升都在预示该板块进入复苏。
食品饮料	白酒、啤酒、糖	关注	通胀预期下高端白酒的定价权优势显现；糖作为经济作物则对通胀传导敏感，价格上升预期很高；时值夏日，啤酒销量也有可能超预期。食品饮料行业保持了稳定的增长态势，业绩前景较为确定。
机械制造	工程机械、电气设备	关注	地产和基建项目的稳定推进构成了对工程机械的有效需求；而智能电网的概念则为输变电设备为代表的电气设备行业带来长期的推动作用。
公用事业	水务、供电	关注	公用事业类涨价呼声很高，水价已先行一步，这将有效改善行业盈利水平。该板块落后大盘最多，未来有补涨要求。
金融	券商	休整	银行和保险已经出现过一轮快速拉升行情，近期很难再有突破性表现，进入休整阶段。而由于市场交易量仍处高位，券商业绩超预期。

地产	商业地产	休整	期明确，仍可关注弹性较大中型券商股。 虽然房地产行业复苏明确，但近期却受到各种政策压力影响，鉴于前期已有较大上涨，短期内以休整为主。可以关注受政策冲击较小的商业地产类。
钢铁	板材	休整	钢铁全行业盈利情况仍不乐观。产品价格上涨也已体现在股价中，短期内全面的突破性因素并不存在，以休整为主，关注板材盈利能力的恢复情况。

数据来源：国联证券研究所

4. 八月重点品种

驰宏锌锗 (600497): 公司是有色金属行业的龙头企业，在铅锌生产方面，无论是资源储备扩张还是冶炼能力扩张都具备很强的能力，未来前景看好。

紫金矿业 (601899): 公司是国内最大的矿产金生产企业，未来国际金价走高，或是有色板块子行业轮动都将为该公司带来机会。

岳阳纸业 (600963): 公司作为林浆纸一体化的龙头公司，是有能力做到从林到浆到纸完全自供的公司。公司整体受益于通胀预期，在大宗商品出现整体上涨时，资源性优势带来的价值重估是重要看点。

拓日新能 (002218): 公司是极少数能同时生产非晶硅、单晶硅、多晶硅三种太阳能电池的企业，具有一定的技术优势。在“金太阳”政策普遍惠及光伏产业时，该公司将有一定投资机会。

西山煤电 (000983): 公司是我国较大的炼焦煤生产基地，主要产品有肥煤和焦煤。在全国同类产品中，公司市场占有率稳居前列。近期煤炭股投资刺激因素主要集中在焦煤上，公司将明显受益。

丹化科技 (600844): 公司较石油制乙二醇有较大成本优势的煤质乙二醇项目 09 年 9 月即将投产，如果进展顺利，未来 5-6 年内将由 20 万吨扩至 300 万吨，权益产能近 150 万吨，发展空间巨大。

澄星股份 (600078): 公司是精细磷化工龙头，是目前国内唯一精细磷酸盐类上市公司，全国磷酸盐行业的龙头企业。作为拥有磷资源的磷矿电一体化企业，公司受益上游资源涨价，业绩波动敏感性较大。

大秦铁路 (601006): 公司是以煤炭运输为主的综合性铁路运输公司，是担负我国西煤东运战略任务规模最大的煤炭运输企业。从今年 6 月起，大秦运量开始回升，当月升至约 2800 万吨，同比增长 5%，预计今年整体运量将超预期。

中国远洋 (601919): 预期铁矿石谈判将有结果, 并刺激 BDI 指数大涨, 航运公司业绩有望改善。作为国内远洋运输的龙头, 远洋将能受益。

燕京啤酒 (000729): 今年夏日特别炎热, 啤酒销量可能超预期, 成为刺激性因素。公司稳步扩展自己的市场份额, 经营稳健, 竞争实力显著增强。

三一重工 (600031): 公司是机械类企业的龙头公司, 是业内最好的混凝土设备提供商, 在基建和房地产投资力度加大的过程中, 公司业绩有望增长。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。