

日期: 2009 年 7 月 27 日



屠骏

021-53519888*1931

tu-jun@citiz.net

伏击中游 规避震荡

主要观点

政策稳定流动性预期

我们认为提高存款准备金率与加息的调控政策离我们还遥远,在经济发展正处在企稳回升的关键时期,经济回升基础还不稳固的情况下,央行将主要运用市场化手段进行调控,此次央行发出从“合理”到“适度”的明确微调信号,有利于稳定市场对流动性的预期,大盘尚不存在来自负面政策信号的冲击,短期内大盘的压力将来市场自身的调整要求。

市场还未疯狂,基金高仓位将导致市场短期不稳定

虽然上周 A 股市场持续火爆上涨,但我们认为市场尚未进入疯狂状态,这一判断主要是基于周开户数的历史比较与个股分化的加剧。但在高仓位情况下,基金行为“正反馈环”存在不稳定性。历史上看,基金仓位高于 80% 的季度,大盘都在次月形成了阶段性调整。因此,我们认为短期市场存在由于基金高仓位导致的波动风险。

中国建筑不会成为“中石油第二”

市场对于中国建筑上市的忧虑焦点在于高市盈率发行价。但我们认为中国建筑的估值溢价,主要是由于 2008 年公司受国际金融危机等特殊经济环境影响,随着 2009 年国内经济回暖,公司营业收入和净利润均将实现大幅度增长。而储备的廉价土地也将为股价提供一定的支持。以 2009 年 30 倍 PE 估值,合理价值为 5.40 元左右元。我们预计中国建筑首日定价在 5.30-6.00 元之间。因此中国建筑本周上市将对市场形成一定的资金压力,但不会成为“中石油第二”。

冲高震荡,压力将至

处于历史高仓位运行的基金体系在大盘蓝筹股轮番冲锋后,即使适度调整持仓结构也会引发大盘的短期震荡调整,本周我们的趋势判断为冲高震荡、压力将至。在大盘震荡中复苏预期明确、估值合理的部分中游行业,将在市场的配置修正中重获青睐。因此收缩仓位、适度防御是本周的策略原则。

锁定“中游”、把握“轮动”

我们认为目前中游行业毛利率变化处于回升的第一阶段,行业复苏的时间序列大致为钢铁→有色金属→化工→电力。这是我们锁定“中游”、把握“轮动”的二维视角。我们建议短期行业配置关注化工、电力行业的补涨。同时本周光大证券获 IPO 批文将催热参股券商投资主题,建议策略性关注。

报告编号

TJ08-W0155

相关报告

TJ08-W0154 中报预期主导结构性行情

TJ08-W0153 市场供求预期依然稳定

一、潜在压力将来自市场内部

1、政策稳定流动性预期

■ 微调的信号明确：从“合理”到“适度”

央行下半年货币政策微调的思路周末正式公布。此前一直强调的“引导货币信贷合理增长”，在此次央行年中工作会议上则变成了“引导货币信贷适度增长”，且央行强调要注重运用市场化手段进行调控。我们认为，由“合理”微调至“适度”，意味着货币信贷将有所收缩，这是央行货币政策微调的明确信号。

■ 行情延续暂不必顾虑政策冲击

对于下半年货币政策取向，我们认为政策调节流动性的有效性需要考量，其主要可能受到三方面的挑战：首先是上半年政府大型基建贷款项目对信贷需求的长期性；其次，剔除 FDI 与贸易顺差后，外汇储备的非常规增长，显示美元贬值趋势下国际热钱正重新流入国内；最后，随着资产价格上涨，市场通胀预期形成，存款活期化趋势已经显现。

上述分析对于市场判断的启示有两点：中期来看，我们预期货币政策的路径选择：发行票据→贷款控制规模→提高存款准备金率→加息。短期来看，我们认为提高存款准备金率与加息的调控政策离我们还遥远，在经济发展正处在企稳回升的关键时期，经济回升基础还不稳固的情况下，央行将主要运用市场化手段进行调控，此次央行发出从“合理”到“适度”的明确微调信号，有利于稳定市场对流动性的预期，大盘尚不存在来自负面政策信号的冲击，短期内大盘的压力将来自市场自身的调整要求。

2、基金行为“正反馈环”存在不稳定性

■ 市场尚未疯狂

虽然上周 A 股市场持续火爆上涨，但我们认为市场尚未进入疯狂状态，这一判断主要是基于周开户数的历史比较与个股分化的加剧。即使考虑到近期 IPO 开闸后专门申购新股的新增开户数，近 4 周周平均开户数也只有 43 万户，而 2007 年 5 月份之前周新增开户数一直维持在 50 万户上下，而历史峰值是 5 月初首周的 165 万户（见图 1）。由此可见场外资金入市热情还有进一步升温的空间。另外，在上周大盘发生震荡的后 4 个交易日中，有 953 家个股累计下跌，占比 62%，

跌幅超过 3% 与 5% 的个股数量分别为 530 与 230 家，市场未到“鸡犬升天”的疯狂阶段。

■ 基金高仓位将导致市场短期不稳定

在市场尚未疯狂，中线行情发展空间犹存的同时，我们短期担忧的压力来自，市场内部基金行为“正反馈环”蕴含的不稳定因素。作为存款活期化对大盘推动的主要途径，基金发行热潮与排名攀比形成的基金行为“正反馈环”（基金发行→被动建仓→大盘股上涨→基金业绩优异→基金更大规模发行），一直是大盘大起大落的重要市场内部因素。2009 年第二季度股票持仓占基金净值的比例由第一季度的 76.85% 大幅上升至 84.94%，上升 8.09 个百分点，接近历史峰值，“正反馈环”的持续需要增量的不断进入，在高仓位情况下，“正反馈环”存在不稳定性。历史上看，基金仓位高于 80% 的季度，大盘都在次月形成了阶段性调整。因此，我们认为短期市场存在由于基金高仓位导致的波动风险。

图 1 目前周新增开户数离历史峰值还有距离

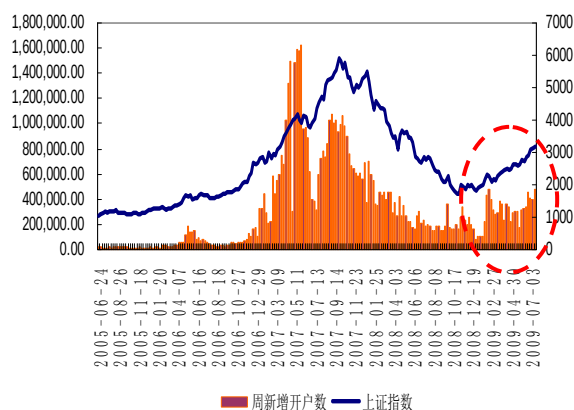
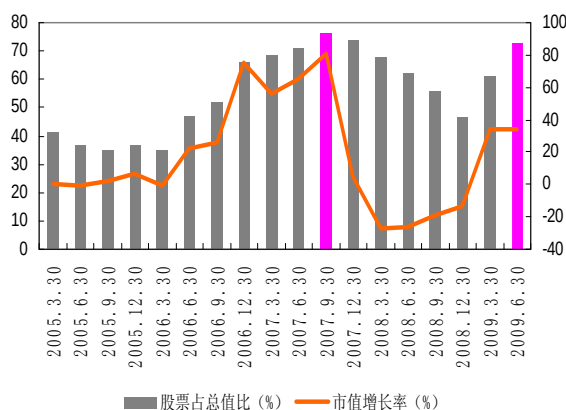


图 2 基金股票仓位占总值比接近历史峰值



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

3、中国建筑不会成为“中石油第二”

市场对于中国建筑上市的忧虑焦点在于高市盈率发行价。中国建筑 51.29 倍发行市盈率位列 A 股第四位。前三位为中国远洋、中国人寿、中国平安，分别为 98.67 倍、97.8 倍、76.18 倍。虽然按照中国建筑当前的盈利水平短期较难为其股价上涨提供坚实基础，但我们认为中国建筑的估值溢价，主要是由于 2008 年公司受国际金融危机等特殊经济环境影响，随着 2009 年国内经济回暖，公司营业收入和净利润均将实现大幅度增长。而储备的廉价土地也将为股价提供一定的

支持。我们预期 2009 年、2010 年 EPS 为 0.18 元、0.23 元，以 2009 年 30 倍 PE 估值，合理价值为 5.40 元左右元。参照中国中铁和中国铁建上市首日涨幅均值 48% 计算，中国建筑首日定价在 5.30-6.00 元之间。因此中国建筑本周上市可能对市场形成一定的资金压力，但不会成为“中石油第二”。

二、冲高震荡，压力将至

下半年货币政策取向由“合理”微调至“适度”，明确了市场化手段的微调基调，有利于稳定市场对流动性的预期。本轮行情的中线持续性尚未受到政策的冲击。但短期我们关注基金行为“正反馈环”蕴含的不稳定因素。处于历史高仓位运行的基金体系在大盘蓝筹股轮番冲锋后，即使适度调整持仓结构也会引发大盘的短期震荡调整，本周我们的趋势判断为冲高震荡、压力将至。我们依然维持中期策略中下半年上证指数核心波动区域上限 3300，极限波动上限 3700 点的判断。

三、锁定“中游”、把握“轮动”

1、投资策略：收缩仓位、适度防御

基于上述市场趋势“冲高震荡、压力降至”的判断。我们认为本周个股分化现象将进一步加剧，各类主题投资所聚集的超额收益短期将转化为市场的非系统风险。在大盘震荡中复苏预期明确、估值合理的部分中游行业，将在市场的配置修正中重获青睐。因此收缩仓位、适度防御是本周的策略原则。

2、行业配置：锁定“中游”、把握“轮动”

■ 中游毛利率变化的三个阶段

目前市场行业轮动的核心主线主要围绕上游资源品与中游制造业。目前上游资源品行业的涨幅远远超越中游制造业，考虑到中游的复苏是明确的趋势以及预期市场面临震荡，短期的行业配置建议是锁定“中游”、把握“轮动”。这需要我们从中游行业毛利率变化所处阶段与内部不同行业复苏时间序列的二维视角来判断。

表 1: 中游行业毛利率变化处在第一阶段

毛利率变化三阶段	原因
逐步提升	下游需求旺盛，中游库存减少，产品价格上涨，上游成本不变
维持不变	中游供给增加，产能利用率提高，价格上涨。对上游需求增加，成本有所上升
开始下降	上游资源品价格涨幅超过中游产品涨幅，毛利率受到挤压

数据来源：上海证券研究所

■ 化工、电力行业具有补涨潜力

随着时间的推移，PPI 指数的持续回落使其触底回升的预期不断加强，这同时意味着中游行业的利润在不久的将来逐步提升。目前中游行业复苏的驱动力主要来自投资高增长与房地产、汽车等先导行业复苏的拉动。我们预期相关行业的复苏时间序列为：钢铁→有色金属→化工→电力。除了把握其中的行业轮动机会外，化工、电力具有较为显著的补涨机会。

短期我们行业配置重点关注：化工、电力

具体行业配置评级如下：

表 2 本周行业配置评级

行业分类	配置评级	理由	本周关注个股
银行、证券、保险	超配	在经济逐渐复苏的大背景下，行业经营的基本面正逐渐好转。目前板块估值具备相对比较优势。	长江证券（000783）
有色金属		国际资源品价格逐步形成上升趋势，下游需求回升。	中国铝业（601600）
化工、石油开采		在原油价格盘整乃至小幅回落的情况下，国内炼油企业的盈利将维稳或重新出现环比好转。	辽通化工（000059）
煤炭		下游行业步入回暖期，房地产、钢铁等行业回暖以及夏季用电高峰的共振下，第三季度需求有保障。	恒源煤电（600971）
汽车及零配件		预计 10 年和 11 年汽车销量增速将持续提高，行业已步入新一轮为其三年的上行周期，收入和业绩将逐步提升。	上海汽车（600104）
电力、水务		电力行业最坏的时候可能已过去。经济复苏预期，下游用电需求回升，电价存在进一步上调的可能性。	深圳能源（000027）
建筑建材		行业在固定资产投资的带动下迎来了行业的丰收期。	
医药、食品饮料	标配	经济减速所造成的消费需求动力不足的负面困扰仅仅是短期因素，消费结构升级支撑着行业的发展，行业向好的根基没有发生实质性改变。	
房地产			

		稳定意味着超预期事件发生可能性变小。房地产行业下半年基本面表现包括交易量和房价,我们认为不会再出现大幅超预期的情况。	
商业贸易		虽然经历了全球性金融危机,消费增速从历史高位大幅下滑,但是比较历史上消费的增速水平,我国现阶段消费增速仍然较快。	
电子元器件、家用电器		消费需求趋于平稳,行业增长可抵御周期性下降。	
港口、高速公路、航运		具有良好的防御性且现金流充裕	
黑色金属		支撑建筑钢材需求两大因素:基建投资仍在高位,房地产新开工面积则有望在下半年回升没有改变。	
基建(铁路建设)、机械 设备		受基础建设预期拉动,行业具备政策支持效应	
电信设备、电信服务		09 年下半年通信设备行业受到 3G 移动网络建设和 FTTX 改造双拉动的局面。	
轻工制造、纺织服装	低配	内部政策扶持还需观察后效,景气度持续回落	
航空		阶段性盈利拐点尚未显现	
农林牧渔、餐饮旅游		刚性消费预期与业绩提升尚不明显	
资料来源:上海证券研究所			

■ 主题投资: 关注券商 IPO 受益概念

证监会上周末批复同意光大证券首次公开发行不超过 5.2 亿股 A 股。光大证券将成为六年来首家通过 IPO 方式上市的证券公司,也是今年 IPO 重新开闸以来首家获得上市资格的券商。我们认为该事件本周将催热券商 IPO 受益概念。其中参股广发证券的“广发三宝”,既具备估值上的安全边际、又有较高的业绩弹性,是攻守兼备的投资品种。持有光大及招商证券股权较多的大众交通、中海海盛和中粮地产具备交易性机会,但近期这三支股票涨幅较大,已较大程度上反映了 IPO 后的预期;远期来看,国信证券、华泰证券等也在筹备上市,其股东北京城建、宏图高科、华茂股份等可适当关注。

3、上海证券投资组合

■ 本周投资组合选股思路

选股行业角度主要围绕中游行业轮动与通胀预期两条主线。由于大盘短期震荡调整正在临近,因此个股选择不宜过度追涨,热点选择上应注重前瞻性。具有安全边际的参股券商概念股可重点关注。综合上述分析,上海证券本周股票组合是: 长江证券(000783)、中国铝业(601600)、辽通化工(000059)、恒源煤电(600971)、上海汽车(600104)、深圳能源(000027)、吉林敖东(000623)。

■ 2009年下半年上海证券投资组合表现回顾

我们基于“寻求资产重估与需求复苏的投资机遇”的投资策略，推出了2009年下半年A股投资组合，其中包括：浦发银行、中国平安、招商地产、恒源煤电、上海汽车、泸州老窖、荣信股份、武汉凡谷、重庆百货、天坛生物。

表3 2009年下半年上海证券研究所投资组合表现统计（2009.6.30~2009.7.24）

投资组合	期间表现	期间最大涨幅
2009年下半年投资组合	17.30%	17.96%
沪深300指数	15.82%	15.82%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图3 2009年下半年上海证券研究所投资组合表现回顾

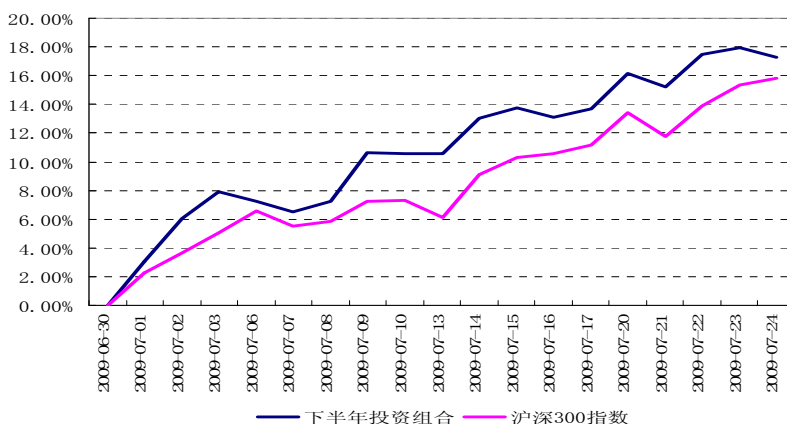


图4 2009年估值优势组合表现跟踪

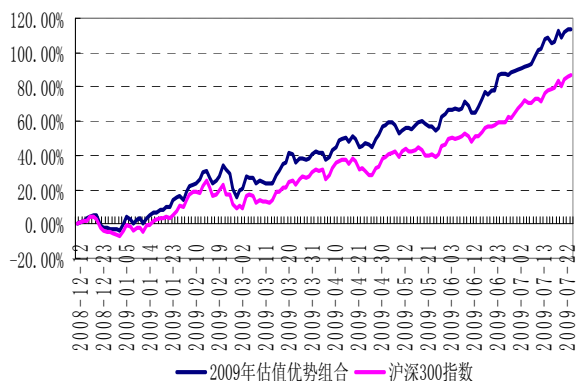
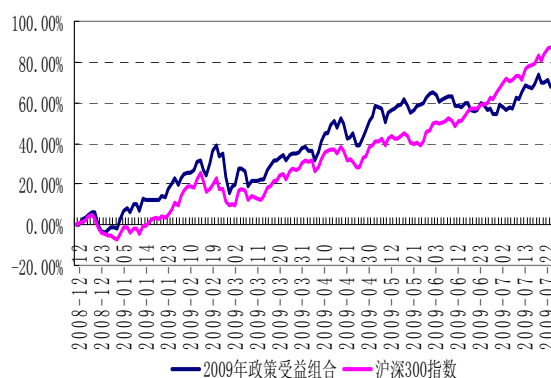


图5 2009年政策受益组合表现跟踪



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

四、2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票

表 4 2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票

序号	证券代码	证券名称	行业	08EPS	09EPS	10EPS	投资评级
1	000876	新希望	农业、食品业	0.3021	0.55	0.65	跑赢大市
2	002100	天康生物	农业、食品业	0.39	0.52	0.77	跑赢大市
3	002124	天邦股份	农业、食品业	0.6514	0.31	0.495	跑赢大市
4	002143	高金食品	农业、食品业	0.0403	0.35	0.48	跑赢大市
5	002234	民和股份	农业、食品业	0.4793	0.54	0.81	跑赢大市
6	000893	广州冷机	农业、食品业	巨亏	0.88	1.43	跑赢大市
7	000568	泸州老窖	酿酒业	0.91	1.14	1.48	跑赢大市
8	600519	贵州茅台	酿酒业	4.03	5.23	6.28	跑赢大市
9	600600	青岛啤酒	酿酒业	0.54	0.80	1.05	跑赢大市
10	600809	山西汾酒	酿酒业	0.57	0.70	0.87	跑赢大市
11	000800	一汽轿车	汽车制造业	0.67	0.88	1.23	超强大市
12	600104	上海汽车	汽车制造业	0.10	0.55	0.71	超强大市
13	000338	潍柴动力	汽车制造业	2.32	2.40	2.99	超强大市
14	600418	江淮汽车	汽车制造业	0.04	0.25	0.49	跑赢大市
18	000651	格力电器	家电、电子业	1.12	1.20	1.38	跑赢大市
19	000527	美的电器	家电、电子业	0.55	0.74	0.83	跑赢大市
20	600690	青岛海尔	家电、电子业	0.57	0.60	0.66	跑赢大市
21	600100	同方股份	IT 业	0.26	0.49	0.70	跑赢大市
22	000066	长城电脑	IT 业	0.02	0.30	0.64	跑赢大市
23	600850	华东电脑	IT 业	0.04	0.10	0.26	跑赢大市
24	600489	烽火通信	传媒、电信业	0.41	0.49	0.71	跑赢大市
25	600487	亨通光电	传媒、电信业	0.52	0.65	0.82	跑赢大市
26	002115	三维通信	传媒、电信业	0.47	0.80	1.13	超强大市
27	002194	武汉凡谷	传媒、电信业	0.59	0.84	1.08	跑赢大市
28	002261	拓维信息	传媒、电信业	0.56	0.64	0.86	跑赢大市
29	600269	赣粤高速	交通运输业	0.94	0.83	0.88	跑赢大市
30	600785	新华百货	旅游、零售业	0.63	0.75	0.84	跑赢大市
31	600729	重庆百货	旅游、零售业	0.80	0.92	1.10	跑赢大市
32	000501	鄂武商 A	旅游、零售业	0.36	0.42	0.51	跑赢大市
33	600631	百联股份	旅游、零售业	0.32	0.36	0.45	跑赢大市
34	600628	新世界	旅游、零售业	0.31	0.34	0.44	跑赢大市
35	601009	南京银行	金融业	0.79	0.83	0.95	跑赢大市
36	600000	浦发银行	金融业	2.21	1.62	1.84	跑赢大市
37	601169	北京银行	金融业	0.87	0.90	1.03	跑赢大市
38	601318	中国平安	金融业	0.09	1.10	1.32	跑赢大市
39	600895	张江高科	房地产业	0.38	0.59	0.82	跑赢大市
40	000024	招商地产	房地产业	0.71	1.00	1.20	跑赢大市
41	000540	中天城投	房地产业	0.40	0.59	0.80	跑赢大市

42	000898	鞍钢股份	钢铁、建材业	0.41	0.38	0.58	跑赢大市
43	000761	本钢板材	钢铁、建材业	0.05	0.28	0.40	跑赢大市
44	600581	八一钢铁	钢铁、建材业	0.14	0.36	0.67	跑赢大市
45	002149	西部材料	有色金属业	0.32	0.41	0.66	跑赢大市
46	600219	南山铝业	有色金属业	0.48	0.44	0.55	跑赢大市
47	601088	中国神华	煤炭业	1.07	1.48	1.74	跑赢大市
48	601898	中煤能源	煤炭业	0.44	0.60	0.75	跑赢大市
49	600188	兖州煤业	煤炭业	0.55	1.49	1.44	跑赢大市
50	601666	平煤天安	煤炭业	1.03	2.17	2.60	跑赢大市
51	600997	开滦股份	煤炭业	1.10	2.10	1.76	跑赢大市
52	000933	神火股份	煤炭业	1.64	2.70	3.01	跑赢大市
53	600123	兰花科创	煤炭业	1.41	2.03	2.31	跑赢大市
54	600395	盘江股份	煤炭业	0.26	1.23	1.43	跑赢大市
55	600971	恒源煤电	煤炭业	1.07	1.45	1.73	跑赢大市
56	600096	云天化	石油化工业	0.64	0.54	0.81	跑赢大市
57	000792	盐湖钾肥	石油化工业	1.78	2.50	2.70	跑赢大市
58	600309	烟台万华	石油化工业	0.91	0.85	1.10	跑赢大市
59	002208	新安股份	石油化工业	5.89	2.00	3.15	跑赢大市
60	600815	厦工股份	机械制造业	0.27	0.31	0.38	超强大市
61	600710	常林股份	机械制造业	0.11	0.24	0.33	跑赢大市
62	600031	三一重工	机械制造业	0.83	1.19	1.43	跑赢大市
63	000425	徐工科技	机械制造业	0.20	1.63	1.95	跑赢大市
64	600089	特变电工	电力及电力设备业	0.53	0.72	0.97	跑赢大市
65	002028	思源电气	电力及电力设备业	0.79	0.88	1.11	跑赢大市
66	002123	荣信股份	电力及电力设备业	0.46	0.93	1.29	跑赢大市
67	600875	东方电气	电力及电力设备业	0.48	1.92	2.41	跑赢大市
68	002078	太阳纸业	轻工、造纸业	0.46	0.51	0.65	跑赢大市
69	000488	晨鸣纸业	轻工、造纸业	0.52	0.35	0.46	跑赢大市
70	600607	上实医药	医药	0.54	1.49	0.51	跑赢大市
71	600161	天坛生物	医药	0.27	0.42	0.57	跑赢大市
72	000597	东北制药	医药	1.16	1.32	1.49	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 屠骏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。