

趋势策略下关注结构性机会

——8 月份 A 股投资策略

2009 年 8 月 3 日

投资要点:

➤ 行情驱动因素及运行逻辑

美元短期弱势，但是需要投资者时刻关注美元影响因素；基于美元短空中多的推断，A 股短期内维持较高的活跃度是大概率事件。

在当前结构性泡沫的市场下，信贷的微调将会导致市场的微调，市场调整的程度取决于热钱、储蓄等“流动性二代”的接力能力；就目前数据来看，我们持谨慎的态度，在操作上，短期内更多的需要关注结构性泡沫下的结构性机会，而非增仓、减仓的方向性策略。

目前市场自下而上的 18%-25% 的业绩乐观了些。基于四季度的同比效应，2009 年业绩出现 10% 甚至更多些的增长是可以预期的，尽管 2009 年上半年上市公司业绩依然面临着同比下滑 20% 左右的风险。但是，2009 年 ROE 在 15% 左右并不可信，对应于市场对上市公司 2009 年业绩增速 20% 以上的判断显得较为乐观。

➤ 投资策略

通胀预期、流动性涌动下的资产泡沫将会在一段时期内延续，8 月市场将以高位震荡、结构性机会的特征来实现。操作上，将以调仓为主，而非简单的减仓；板块机会上，可以继续关注我们中期策略中结构性泡沫阶段对应的行业机会。即继续关注通胀预期概念股以及泡沫阶段在寻求“洼地”市场本性作用下的低估值个股机会。

即继续关注有色、能源、地产、白酒等通胀预期概念股；继续关注相对估值较低且行业存在逐步好转机会的钢铁、造纸、电力、航运、机场、通信、化工、银行等个股；并对医药、食品等弱周期股票、机械等出口导向型板块保持低吸的投资策略；以及关注创业板、新能源的资本市场以及经济结构调整下个股的主题性机会。

8 月重点个股：贵研铂业、宝新能源、紫江企业、泸州老窖，邯郸钢铁、晨鸣纸业、中国联通、长航油运、澳洋科技、上海机场、中国银行，浙江龙盛、江南高纤、柳工、中国卫星、天威保变、大众公用。

金融与产业研究所策略组

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址:上海市延安东路 45 号

20F (邮编 200002)

一、行情及策略回顾	2
二、8 月行情驱动因素及运行逻辑	3
三、投资策略	7
表 1: 7 月来市场主要行业表现情况表	3
图 1: 美元指数 1990 年来的走势图	4
图 2: 美元指数与利差关系图	4
图 3: 储蓄存款“活化”序列图	5
图 4: 名义热钱序列图	6
表 2: A 股业绩情况表	6
图 5: 恒生指数及估值序列图	8
图 6: 贸易、工业、零售数据序列图	8
表 3: “7.29”大跌与历史上其他几次大跌对应的估值比较	8

一、行情及策略回顾

7 月市场继续上扬，冲过 3250 点、并收于 3400 点上方。市场强势特征一览无遗，其中以材料、能源等周期性行业表现尤为突出、该类股票既受投资驱动下经济复苏对资源类股票的追捧又体现为货币扩张下通胀预期的进一步提升；而医药、消费等弱周期行业则远落后于大盘，体现为市场强势下对不确定性的偏好高于确定性行业；值得注意的是，以房地产为代表的可选消费类行业的表现则在 7 月落后于大盘，更多的体现为市场对地产政策的忧虑，这表明本轮经济复苏的动力更多的来自政策的驱动、市场本身大幅上涨也更多的来自于政策的驱动，一旦政策的变动将对市场产生波动。因此，市场其间运行的逻辑，需要我们做深入分析，并且有利于把握后市的运行特征。

回顾我们的中期策略报告。对于下半年的行情，我们认为市场中期内的驱动因素在于货币，表征为美元和国内的信贷政策以及 A 股资金面的供求关系。因此，我们认为下半年将在上半年的基础上首先经历一个市值膨胀、结构性泡沫的时期，而后在货币包括 A 股供求关系的逐步转化中进入调整，最后在外围经济复苏的带动下实现顺周期行情的转化；表现在市场走势上即为冲高后回落调整、蓄势再起的“N”走势。需要指出的是，当前市场的强势程度则超出我们的预期、但正符合我们对泡沫特征的推断。事实上，基于我们对市场进入资产泡沫特征的判断，我们认为，普通的通过调整业绩预测、调整市场风险溢价，进而通过测算市场合理估值水平从而推算市场高点的方法论，在资产泡沫阶段，更多的体现在趋势性的解释力而非价值的真实挖掘；因此，我们在中期策略时，放弃了传统的估值测算法，而采纳了 Wind 系统提供的 8 家机构对上证指数 54 只成分股目标价的预测，并取目标价的上限价进行测算，据此得出了市场上冲的合理点位在 3250 点。事实表明，自下而上的推算，不及整个市场在货币推动、信心膨胀下的估值提升、使得行情屡创新高的运行逻辑。这就要求我们在资产泡沫阶段的投资，更多的将采用趋势法，更多的需要投资者紧跟市场节奏，年初那种买入持有的操作策略将面临调整，趋势投资、波段操作、步步为营的策略将占据主导，这也导致市场风吹草动、波动加大、风险也加大。

表 1：7 月来市场主要行业表现情况表

	7 月收盘价	7 月涨幅
沪深 300 消费	4884	8.82
沪深 300 可选	3484	9.72
沪深 300 医药	4294	13.16
沪深 300 工业	2940	14.93
上证综合指数	3412	15.30
沪深 300 金融	5802	15.72
沪深 300 信息	1529	15.88
沪深 300 公用	2418	17.02
沪深 300	3735	17.94
沪深 300 电信	3082	19.13
沪深 300 能源	4679	26.62
沪深 300 材料	3705	29.85

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

二、8 月行情驱动因素及运行逻辑

7 月行情如火，如前述，强势特征无遗。但是，“7.29”的暴跌，再次显示出了市场的风险，也折射出市场对有关“货币”、供求关系的传言的免疫能力极差，这从侧面也印证了我们中期策略对货币因素在市场行情中的主导分析。我们认为，后市依然处于市值膨化、泡沫阶段，对应于市场，则活跃程度依旧、并且有望随着创业板的推出、风格的活跃度将会加强，但风险在增大。

在操作策略上，如前述，可以采纳趋势投资方法。但是在投资逻辑上讲，我们需要关注以下问题：

1、美元何时出现转折性走势，后市是继续弱势还是出现大幅度反弹？如果短期内美元依然维持弱势，则新兴市场以及商品市场将保持活跃，对 A 股结构性泡沫具有支撑。

美元是全球资产市场中“贝塔的贝塔”，同时，美元的走势在不同的时间周期内其决定因素不同，一般的购买力平价等理论，在中短期内解释力不强；而美元对主要货币的利差水平、通货膨胀预期的水平，构成了中短期美元走势的主要因素。根据 1990 年以来美元走势，美元长短期利差、美元欧元利差和美元走势的关系，我们维持中期对美国的判断观点：即基于美元长短期利差尚未到达“绝对”的天花板，全球通胀预期尚未发生逆转的情况下，美元短期内将继续维持弱势；但是从中期来看，美元处于历史的低位区域，因此，未来伯南克等美国金融当局的动作，将对美元走势产生重大影响，甚至不排除中期的趋势性转变。

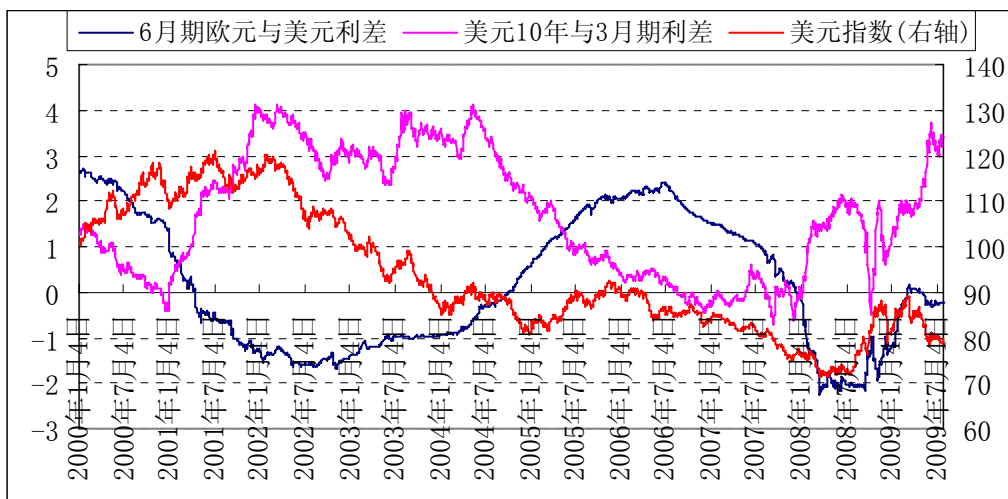
因此，我们认为，美元短期弱势，但是需要投资者时刻关注美元影响因素；因为，美元中期出现转势的概率较高，目前仅仅在于促发因素没有表征。因此，全球资本流动角度看，基于美元短空中多的推断，A 股短期内维持较高的活跃度是大概率事件。

图 1：美元指数 1990 年来的走势图



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 2：美元指数与利差关系图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

2、国内信贷政策是否会出现调整，动态调整的程度如何？信贷出现“微调”后，热钱和储蓄活化、储蓄搬家能否持续出现，能否对冲掉由于信贷“微调”以及新股 IPO、大小非等对市场供给面的压力？可以判断的是，货币政策包括信贷政策出现动态的“微调”将是必然，那么我们需要考虑，热钱、储蓄等境内外别的资金源是否会成为主导、是否能够接过“信贷”的接力棒，继续推动

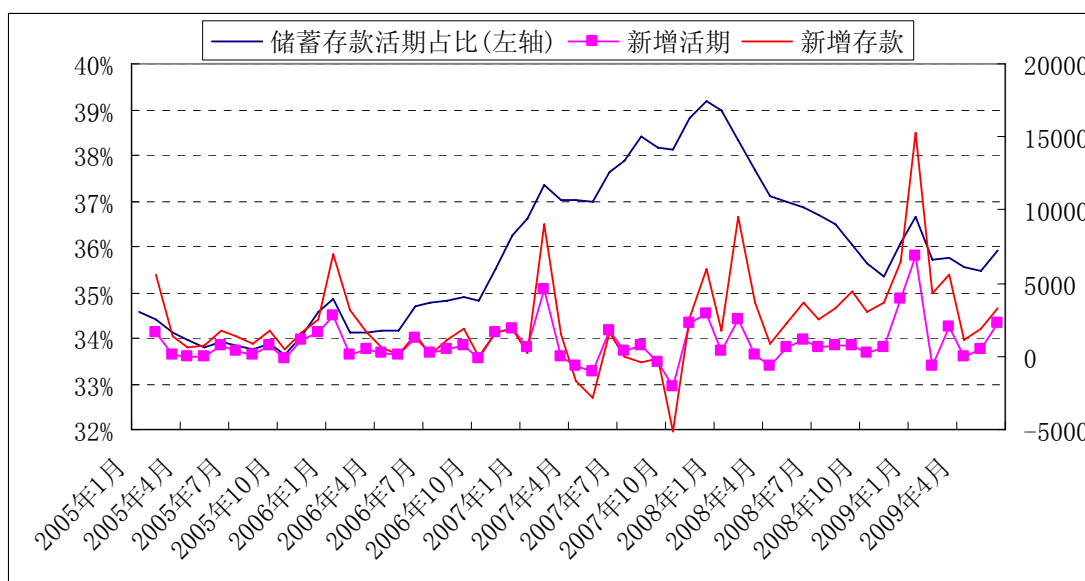
市场上扬，这个因素对于市场能否维持高估值、能否继续推升高估值水平，较为重要。

上半年 7.4 万亿人民币信贷，超出了所有人的预期。长期来看，这种超常的信贷规模将是不可为继的，其面临着资产泡沫、通货膨胀、分配失当等等问题。因此，未来有关信贷规模、货币政策的讨论以及市场对之的剧烈反应将会阶段性的成为常态。在房地产等资产泡沫逐渐显现的时候，在投机性行情如火如荼的时候，在内需及经济发展面临结构性风险的背景下，我们认为，未来新增信贷预期将会回落，市场将难现上半年“极度”宽松的局面，信贷驱动的流动性最宽裕期可能或即将已经过去；未来结构性的调整，将是信贷、货币政策的方向。

市场是有规律性的，往往具有重复性。2007 年的市场在经历了 2006 年的上升后，逐渐面临着来自宏观层面的调控压力，信贷对于股市不再具有溢出效应；但是市场却在热钱、储蓄搬家、基金大扩容的背景下，创出了 6124 点的峰值。当前，我们预期市场将逐渐失去信贷的巨大推力，那么储蓄和热钱能否接过“接力棒”呢？我们发现，储蓄正在出现“活化”的萌芽，活期存款的增加额以及活期存款的占比在 6 月出现了高点，这表明，储蓄资金在跃跃欲试。同时，观察，热钱的流向，我们这里简单定义热钱=外汇储备增额-贸易顺差-FDI，则 3 月以来，持续的表现为正流入，表明，在美元弱勢的背景下，人民币资产在全球的吸引力较强。

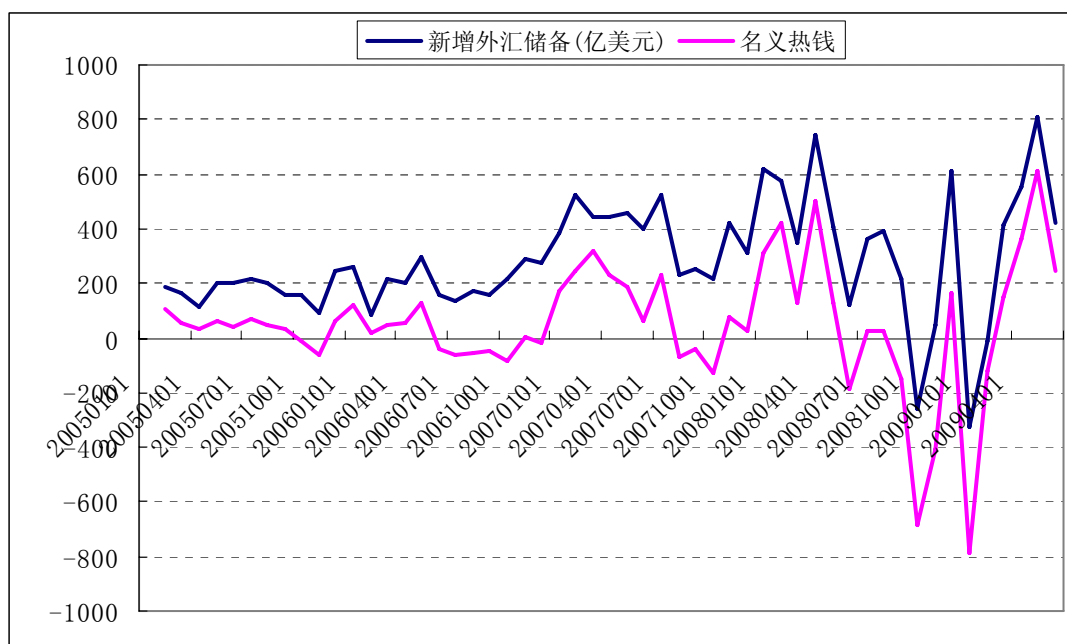
因此，我们认为，在现有的数据下，在当前结构性泡沫的市场下，信贷的微调将会导致市场的微调，市场调整的程度取决于热钱、储蓄等“流动性二代”的接力能力，对此，就目前数据来看，我们持谨慎的态度，因此，在操作上，短期内更多的需要关注结构性泡沫下的结构性机会，而非增仓、减仓的方向性策略。

图 3：储蓄存款“活化”序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 4：名义热钱序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

3、随着中报的陆续披露，上市公司的业绩能否出现超预期的数据？如果不能，那么市场继续维持高估值的能力将逐渐会衰弱，市场估值水平将出现结构性修复甚至不排除阶段情况下的全面性修复。

如前述，我们认为市场在中短期内可以忽视基本面、可以通过调整业绩“预期”、调整风险溢价来调整估值水平，实现市场整体的上扬。但是，就价值投资或者就股票投资的本源来看，离开基本面，将使得我们的投资时时刻刻处于战战兢兢的状态，增大投资的风险，增大市场的风险，并最终导致市场风险的释放、市场的震荡调整。

对于业绩，我们认为目前市场自下而上的 18%-25%的业绩乐观了些。2008 年前三季度尤其是前二季度创造的可比利润是历史的高点，2008 年四季度业绩出现了跳水，收缩到了 386 亿，只有往常季度的 15%左右。从这种角度看，基于四季度的同比效应，2009 年业绩出现 10%甚至更多些的增长是可以预期的，尽管 2009 年上半年上市公司业绩依然面临着同比下滑 20%左右的风险。但是，基于上市公司整体净资产 7 万亿左右的规模以及历史 ROE 和 GDP 的关系，2009 年 ROE 在 15%左右并不可信，对应的，市场对上市公司 2009 年业绩增速 20%以上的判断就显得乐观了。因此，未来某个时期，在供给面不再充裕时出现调整也将是必然的。经济复苏阶段的股市，则往往表现为结构性的调整。

表 2：A 股业绩情况表

单位：亿元	全部 A 股	沪深 300	2008 年前上市
净利润 2008Q1	2710	2491	2644
净利润 2008Q2	2845	2585	2756
净利润 2008Q3	2260	2147	2197
净利润 2008Q4	386	670	299
净利润 2009Q1	2034	1911	1967
净利润 2007 年度	9605	8659	9315
净利润 2008 年度	8202	7894	7896

预测净利润 2009_WIND	10225	9118	9858
预测净利润 2010_WIND	12575	10984	12098
净资产 2008 年度	71121	59594	68594
ROE_2008 年度	11.53%	13.25%	11.51%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

三、投资策略

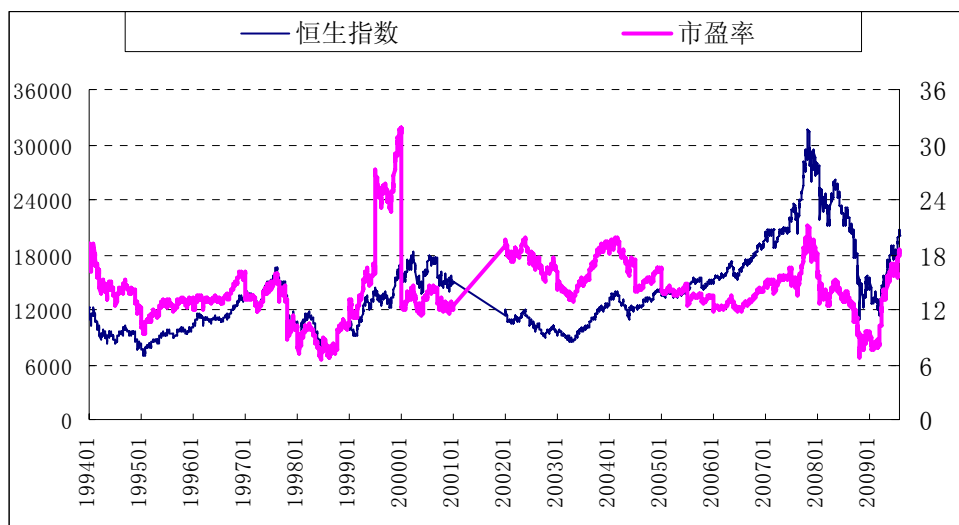
8 月市场的驱动因素，如前述，我们依然维持中期策略报告中对行情演绎的逻辑，即驱动因素依然在于货币层面，包括美元、信贷、热钱、储蓄搬家等境内外流动性指标。而业绩层面，我们认为上市公司业绩在经济逐步好转的过程中虽然有所恢复，但是，恢复的速度是缓慢的，实体经济投资回报率不存在快速恢复的可能，因此，2009 年在逐季冲回 2008 年四季度的各类计提后，将更多的取决于微观企业的业绩真实恢复。因此，业绩，短期内还不能构成市场估值上升的主要驱动；而对通胀预期的加强、财富效应的吸引，风险溢价存在下调可能，即货币层面的因素，才对市场继续上扬构成驱动。

8 月货币层面的因素，我们则重点关注储蓄转化以及美元和美元弱势下对应的全球资本流动性对中国的热钱冲击，而信贷对资本市场的支撑将逐渐让位。“一增一减”之间，8 月流动性维持着一定的平衡，因而，市场总体将维持在高位运行。但是，在 37 倍市盈率的水平上，货币层面、A 股供求关系层面的些许变化，均会对市场产生极大的振动。譬如，“7.29”的市场暴跌，就反映了市场在高估值下的担忧以及担忧之下减仓、调仓的冲动。

但是，考虑到实体经济在逐渐恢复，部分行业的上涨得到了来自基本面的支撑，因而，市场的调整，将以震荡的特征来完成，而非倒“V”字形的特征来实现大幅度快速的调整。

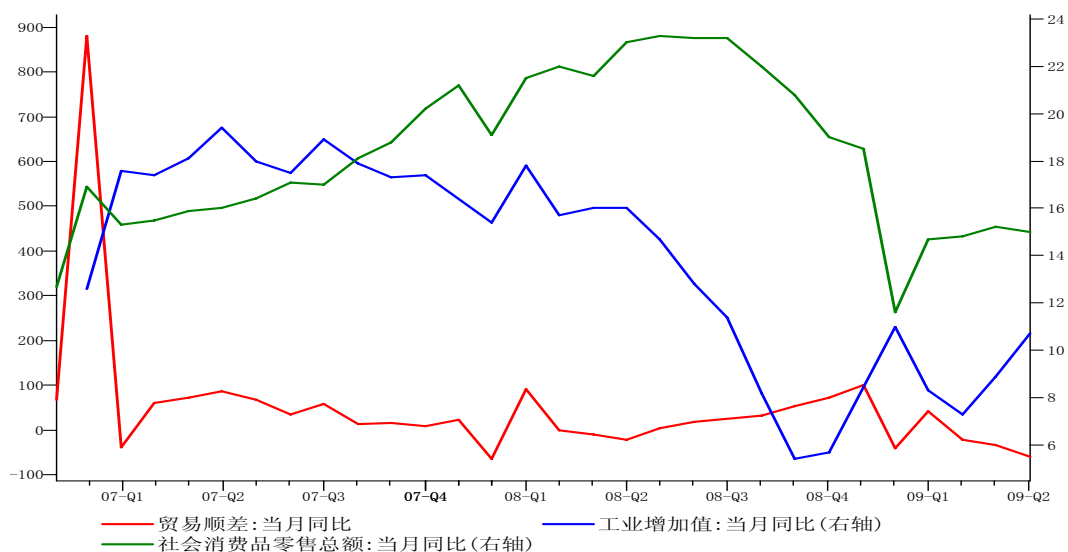
因此，基于我们对美元短期弱势、但已处于历史底部区域、中期存在反弹的判断，对港股 20000 点对应 18 倍以上市盈率、存在着市盈率泡沫的担忧下，在热钱涌动、储蓄活化对冲政策“微调”的推断下，市场将总体保持高位运行的特征，A 股结构性泡沫进程尚未完成。同时，“7.29”暴跌、以及“7.29”对应的估值水平以 2007 年上半年出现的几次暴跌时的估值水平相仿照，但显然当前的业绩预期与 2007 年时对应的 50%以上的业绩预期存在着极大的差异，因此，较难复制 2007 年下半年的超级疯狂，相反，震荡将加剧，市场将以多头而非单头的形式实现结构的调整、估值的正常化。

图 5：恒生指数及估值序列图



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 6：贸易、工业、零售数据序列图



数据来源: Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 3：“7.29”大跌与历史上其他几次大跌对应的估值比较

	上证指数	市盈率	市净率
2007-2-27	2772	30.17	3.46
2007-5-30	4053	41.22	5
2007-4-19	3449	35.1	4.26
2009-7-29	3266	35.35	3.59

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

因此，通胀预期、流动性涌动下的资产泡沫将会在一段时期内延续，8月市场将以高位震荡、结构性机会的特征来实现。操作上，将以调仓为主，而非简单的减仓；板块机会上，可以继续关注我们中期策略中结构性泡沫阶段对应的行业机会。

即继续关注通胀预期概念股以及泡沫阶段在寻求“洼地”市场本性作用下的低估值个股机会。即继续关注有色、能源、地产、白酒等通胀预期概念股；继续关注相对估值较低且行业存在逐步好转机会的钢铁、造纸、电力、航运、机场、通信、化工、银行等个股；并对医药、食品等弱周期股票、机械等出口导向型板块保持低吸的投资策略；以及关注创业板、新能源的资本市场以及经济结构调整下个股的主题性机会。

8月重点个股：贵研铂业、宝新能源、紫江企业、泸州老窖，邯郸钢铁、晨鸣纸业、中国联通、长航航运、澳洋科技、上海机场、中国银行，浙江龙盛、江南高纤、柳工、中国卫星、天威保变、大众公用。

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开数据，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或征价。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。本报告版权归东北证券股份有限公司所有。

评级说明：

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、弱于大势。

优于大势：在未来6—12个月内，行业指数的涨幅超越综合指数；

同步大势：在未来6—12个月内，行业指数的涨幅与综合指数基本持平；

弱于大势：在未来6—12个月内，行业指数的涨幅落后于综合指数；

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来6—12个月内，股价的涨幅超过综合指数15%以上；

谨慎推荐：在未来6—12个月内，股价的涨幅超过综合指数5—15%；

中 性：在未来6—12个月内，股价的涨幅超过综合指数±5%之间；

回 避：在未来6—12个月内，股价的涨幅低于综合指数5%以上；

