

策略研究小组

陈文招、王晶晶、苏舟

86-21-68407567

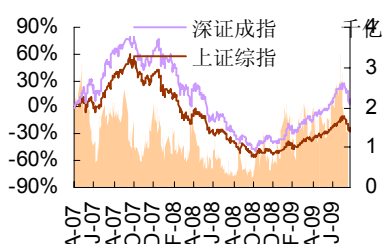
chenwz@cmschina.com.cn

2009年8月24日

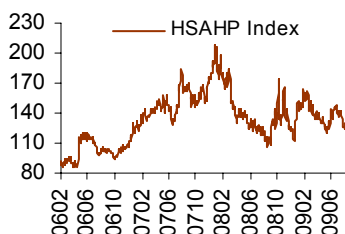
外需将成为决定经济复苏斜率和股市前景的关键

一周投资策略（08.24）

上证指数：2960.77



A-H 股溢价



本周估值

沪深	PE	09PE	市净率
300	22.94	20.92	3.18

注：按 wind 一致预期预测

相关报告

- 1、一周投资策略——经济趋势决定市场调整性质 8/09/2009
- 2、一周投资策略——调一调，更健康 8/16/2009

内容摘要：

中期内，出口将成为决定未来经济复苏斜率和股市前景的关键。原因在于：单靠内需，经济复苏斜率已经很难再超预期，外需将在边际上决定未来经济能否跃上潜在增长率以及能否出现温和通胀趋势，从而决定了真实利率走势和地产复苏能否强化，也决定流动性第二阶段来临快慢。基于美国经济复苏态势和上述逻辑，中期内市场向好依然是大概率，重点要关注未来 CPI 的转正。

- **中级调整已基本到位。**在前两期的周报中，我们重点强调了在经济复苏过程中市场中级调整的性质和程度：过往的统计数据显示，经济复苏趋势中美国的中级调整一般在 10% 以内，而 A 股一般在 20% 以内。我们认为中级调整已基本到位，短期内市场很可能将经历一段时间的震荡，等待数据明朗后选择方向。
- **外需将成为决定经济复苏斜率和股市前景的关键。**市场走强的隐含条件是经济复苏的水平要超越潜在增长率，但单靠内需，经济复苏斜率进一步超预期的可能性已不大，经济能否跃上潜在增长率需要在边际上依赖外需，这是中国经济在外需依赖模式下的一贯表现特征和必然结局。
- **外需决定未来股市前景的简要逻辑。**按照我们对经济复苏路径的理解，外需是经济复苏路径的第四环节，在边际上决定了经济复苏能否跃上潜在增长率、能否真正走出通缩并走向温和通胀。如果能，便会产生两个结果：一是会降低实际利率，强化地产复苏；二是温和通胀趋势到来催化流动性第二阶段更加显性化。基于上述逻辑和美国经济复苏前景看，中期内 A 股市场向好仍是大概率，CPI 转正的时间点很可能是中期内市场重新向好的观察指标。
- **行业配置方面，**根据上述我们的分析逻辑，我们依然注重地产、汽车及其带动的产业链。经历市场震荡调整之后，中期内依然建议超配地产及其复苏带动的中、上游行业，包括：地产银行、煤炭有色、钢铁化工、工程机械等。
- 上周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注安琪酵母、神火股份、宁波银行、北新建材、柳工等。

一、A 股市场走势展望

中级调整已基本到位。在前两期的周报中，我们重点强调了在经济复苏过程中市场中级调整的性质和程度：经济复苏过程中的股市调整不同于经济趋势改变背景下的调整；过往的统计数据显示，经济复苏趋势中美国的中级调整一般在 10% 以内，而 A 股一般在 20% 以内。我们认为在经济复苏趋势大背景下，中级调整已基本到位。

接下来，我们需要思考的问题是：第一，中期内市场是否有继续走强的可能，需要什么条件；第二，市场调整过后行业配置思路是否要发生转变。

外需将成为决定未来经济复苏斜率和股市前景的关键。市场走强的隐含条件是经济复苏的水平要超越潜在增长率，但内需的复苏已经很难再有超预期，经济能否跃上潜在增长率需要在边际上依赖外需，这是过去 10 年来中国经济在外需依赖模式下的一贯表现特征和必然结局。

按照我们对经济复苏路径的总结：去库存-财政刺激-地产汽车-出口，外需将决定未来经济能否跃上潜在增长率，从而决定经济能否真正走向温和通胀，能否进一步降低真实利率并强化地产复苏，能否促成流动性第二阶段快速来临等诸多决定股市的关键因素。我们认为随着美国经济复苏态势日益明显，中期内这种可能性在增加，市场在经历一定时间的震荡调整后重新向好依然是大概率，CPI 转正很可能是中期内市场重新走好的观察指标。

上述观点的逻辑展开分析如下：

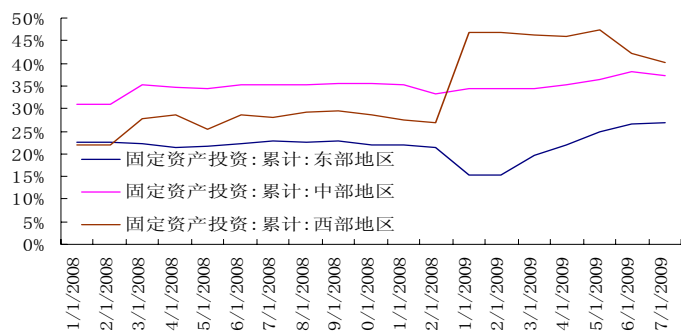
市场走强的隐含条件是明年经济会出现过热。我们总结一下当前市场上对未来一年经济走势的看法：大约三种认识，第一种认为经济仍将继续快速强劲复苏，最终的结局是高速增长高通胀，可能在明年中期出现；第二种可能是经济温和复苏，方向仍然向上，但斜率较低，最终结局是低增长低通胀，如果这样，那么经济复苏的斜率最大阶段已经结束，在未来一年将是比较平缓的；第三种可能是经济趋势发生改变，结束向上复苏的趋势而走向二次探底。

从市场表现情况看，上半年市场的快速上涨包含了较强的通胀预期、较高的经济复苏斜率，但 7 月份的数据打破了这种预期，市场通过下跌修正预期，甚至担心会出现第三种经济情景即二次探底。

很显然，如果是第一种情景，在未来某一时间点市场将对已经降低了的预期做出向上的修正，对中期内的行情可以继续乐观；如果是第二种情景，我们可以不悲观，但是出现大行情的几率就会降低很多；如果是第三种情景，毫无疑问应该看空市场。从行业配置的角度看，如果是第一种情景，配置的行业仍为强周期行业，即地产、汽车及其所带动的中、上游产业链；如果是第二种情景，市场下跌的风险也不大了，但是经济复苏斜率较低，周期类行业普遍弹性最大的投资阶段就结束了，投资策略应该转为有相对瓶颈的上游行业，并注重精选个股和子行业。

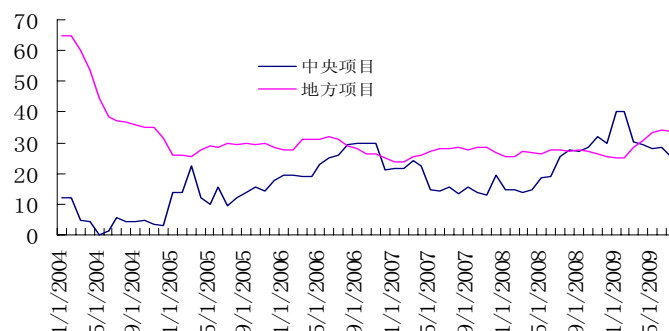
那么，决定上述不同经济情景的关键因素是什么？我们认为外需，单靠内需，经济复苏的斜率已经很难再超预期。

图 1：中西部地区投资增速都有见顶回落迹象



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

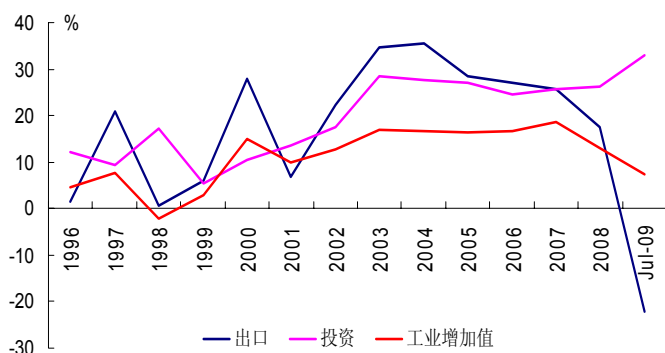
图 2：政府项目的投资高潮可能正在过去



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

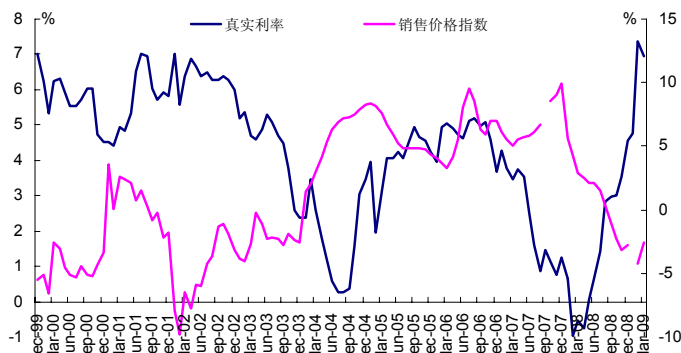
外需将成为关键。按照我们对经济复苏路径的总结：去库存-财政刺激-地产汽车-出口，未来的关键毫无疑问是出口。原因有二：其一，作为一个外需依赖型经济体，在经济增长模式转变之前，内需对经济复苏的拉动作用将在达到一定程度后必定出现瓶颈，这是既定的生产要素在不同部门配置格局的必然结果，外需复苏可以直接拉动出口、在边际上强化经济复苏的斜率；其二，内需是否能在边际上有所强化，也需要依赖外需。外需走强，才能进一步拉动就业、刺激消费，帮助经济跃上潜在增长率，从而经济才能真正摆脱通缩并走向温和通胀，同时会产生两个结果：一方面会降低实际利率，强化地产复苏；另一方面，只有温和通胀趋势到来才能有助于流动性第二阶段的真正显性化。

图 3：从中期看出口对工业增加值的影响显著于投资



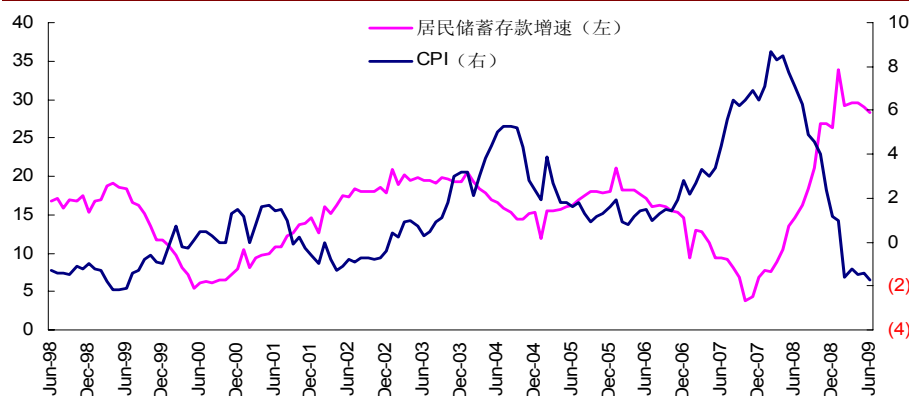
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：CPI 是决定未来真实利率从而房地产趋势的关键



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 5：CPI 决定了存款增速下降（流动性第二阶段）趋势的快慢



数据来源：WIND，招商证券研发中心

可以再简单把未来的逻辑理顺一下：内需已经造就了国内经济的触底复苏，但下一阶段经济复苏仅靠内需，斜率已经很难再大幅提升，未来经济能否跃上潜在增长率、总需求能否超越总供给将取决于外需。

基于当前美国经济的复苏趋势以及我们前期的草根调研情况看，我们认为中期内在外需带动下经济超越潜在增长率的可能性在增加，基于此逻辑，我们认为中期内依然不必对市场太悲观。

CPI 是重要表征指标。从指标上看，外需是拉动经济增长的动力，但总需求和总供给之间的对比关系是通过物价显现出来的，因此未来的重要观测指标是 CPI 等物价指数，我们认为 CPI 转正的时间点很可能是未来市场重新走好的一个重要标志之一。原因在于：在我们的分析框架体系内，CPI 有重要的意义：从房地产角度看，CPI 触底回升的速度和程度决定了真实利率见顶回落的早晚和快慢；从流动性角度看，CPI 回升的越快，流动性第二阶段到来的就越快。

小结：

在经济复苏的四个环节中，前三个环节的力量快速释放并在短期内达到了一定的瓶颈，而由于第四个环节还未能快速跟上，导致了经济短期内复苏斜率受到限制，这在主观上导致了经济复苏预期的怀疑；在客观上延迟了流动性第二阶段显性化的时间。从而市场出现了明显的调整。我们认为中级调整基本到位，未来市场很可能将在震荡中等待数据明朗，外需复苏强度和 CPI 转正的时间很可能成为未来市场重新走好的关键因素。

行业配置方面，根据上述我们的分析逻辑，我们依然注重地产、汽车及其带动的产业链。经历市场震荡调整之后，中期内依然建议超配地产及其复苏带动的中、上游行业，包括：地产银行、煤炭有色、钢铁化工、工程机械等。

二、经济、市场关键数据跟踪

1、主要经济指标

上周公布的经济指标中，美国各有喜忧，日本最差，德国较好：

中国：未有重要经济数据公布。

美国：纽约州制造业调查指数、房贷拖欠、现房销售好于预期，新屋开工、领先指标略低于预期，工业品出厂价格指数涨幅低于预期，则显示当前美国收缩流动性的压力不大；本周将公布房屋价格指数、个人收入支出等重要数据。

日本：2 季度 GDP 环比实现正增长，但幅度略低于预期，销售情况仍不容乐观；本周将公布 7 月进出口、失业率等重要数据。

德国：ZEW 经济情绪指数大幅上升，生产价格指数同比环比降幅继续扩大；本周将公布 2 季度 GDP 细项及 IFO 景气指数等重要数据。

表 1: 主要国家上周公布经济数据及其状况评价

美国	公布时间	指标	调查	实际	前期	修正	指标评价
	08/17/2009 20:30	纽约州制造业调查指数	AUG	3	12.08	-0.55--	☆☆
	08/18/2009 01:00	NAHB 住宅市场指数	AUG	18	18	17--	
	08/18/2009 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	JUL	-0.30%	-0.90%	1.80%--	
	08/18/2009 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	JUL	0.10%	-0.10%	0.50%--	
	08/18/2009 20:30	工业品出厂价格指数(同比)	JUL	-5.90%	-6.80%	-4.60%--	
	08/18/2009 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	JUL	2.80%	2.60%	3.30%--	
	08/18/2009 20:30	新宅开工指数	JUL	599K	581K	582K 587K	★
	08/18/2009 20:30	建筑许可	JUL	577K	560K	563K 570K	★
	08/19/2009 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	AUG 15-	-	5.60%	-3.50%--	☆
	08/20/2009 20:30	首次失业人数	AUG 16	551K	576K	558K 561K	★
	08/20/2009 20:30	持续领取失业救济人数	AUG 9	6223K	6241K	6202K 6239K	★
	08/20/2009 22:00	领先指标	JUL	0.70%	0.60%	0.70% 0.80%	★
	08/20/2009 22:00	费城联储商业前景指数	AUG	-2	4.2	-7.5--	☆
	08/20/2009 22:00	房贷拖欠	2Q	--	9.24%	9.12%--	☆
	08/21/2009 22:00	现房销售	JUL	5.00M	5.24M	4.89M --	☆
	08/21/2009 22:00	旧宅销售 月环比	JUL	2.10%	7.20%	3.60%--	☆
日本		指标	调查	实际	前期	修正	指标评价
	08/17/2009 07:50	国内生产总值 (季环比)	2Q P	1.00%	0.90%	-3.80% -3.10%	★
	08/17/2009 07:50	GDP 年增长率推算值	2Q P	3.90%	3.70%	-14.20% -11.70%	
	08/17/2009 07:50	名义 GDP(季环比)	2Q P	0.10%	-0.20%	-2.70% -2.60%	★
	08/17/2009 07:50	GDP 年平减指数	2Q P	1.80%	0.50%	0.90%--	
	08/18/2009 13:30	东京百货店销售额 (同比)	JUL	--	-13.40%	-11.40%--	★
	08/18/2009 13:30	全国百货店销售额 (同比)	JUL	--	-11.70%	-8.80%--	
	08/19/2009 12:30	所有产业活动指数 (月环比)	JUN	0.30%	0.10%	0.70%--	★
	08/19/2009 14:00	机床订单 (同比)	JUL F	--	-72.30%	-72.20%--	★
	08/20/2009 15:00	便利店销售 同比	JUL	--	-7.50%	-2.30%--	★
德国		指标	调查	实际	前期	修正	指标评价
	08/18/2009 17:00	ZEW 调查 (经济情绪)	AUG	45	56.1	39.5--	☆
	08/18/2009 17:00	欧洲经济研究中心 (当前形势)	AUG	-85	-77.2	-89.3--	☆
	08/19/2009 14:00	生产价格(月环比)	JUL	-0.20%	-1.50%	-0.10%--	
	08/19/2009 14:00	生产价格(同比)	JUL	-6.50%	-7.80%	-4.60%--	
	08/21/2009 15:30	PMI 制造业	AUG A	47	49	45.7--	☆
	08/21/2009 15:30	PMI 服务业	AUG A	48.6	54.1	48.1--	☆

资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心。指标评价中“☆”代表正面, “★”代表负面。

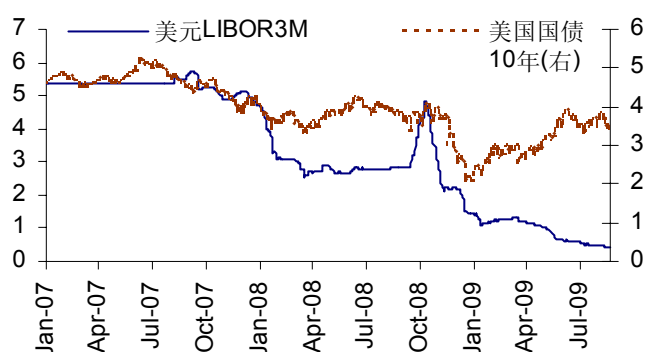
表 2: 主要国家本周将公布经济数据

美国	指标	调查	实际	前期	修正
08/24/2009 20:30	芝加哥联储全美活动指数	JUL	--	--	-1.8--
08/25/2009 21:00	标普/CS 住宅价格指数	JUN	--	--	139.84--
08/25/2009 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	JUN	-16.45%--	--	-17.06%--
08/25/2009 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	--	128.8--
08/25/2009 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	-19.80%--	--	-19.10%--
08/25/2009 22:00	消费者信心	AUG	47.6--	--	46.6--
08/25/2009 22:00	里士满联储制造业指数	AUG	17--	--	14--
08/25/2009 22:00	住宅价格指数 月环比	JUN	0.40%--	--	0.90%--
08/25/2009 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	-0.40%--	--	-0.60%--
08/26/2009 05:00	ABC 消费者信心指数	AUG 24	-45--	--	-46--
08/26/2009 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	AUG 22	--	--	5.60%--
08/26/2009 20:30	耐用品订单	JUL	3.00%--	--	-2.50%--
08/26/2009 20:30	耐用消费品 (除运输类)	JUL	0.90%--	--	1.10%--
08/26/2009 22:00	新建住宅销售	JUL	390K	--	384K --

08/26/2009 22:00	新建住宅销售 月环比	JUL	1.60%-	-	11.00%-	-
08/27/2009 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q P	-1.40%-	-	-1.00%-	-
08/27/2009 20:30	个人消费	2Q	-1.30%-	-	-1.20%-	-
08/27/2009 20:30	GDP 价格指数	2Q	0.20%-	-	0.20%-	-
08/27/2009 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q	2.00%-	-	2.00%-	-
08/27/2009 20:30	首次失业人数	AUG 23	565K	-	576K	-
08/27/2009 20:30	持续领取失业救济人数	AUG 16	6245K	-	6241K	-
08/28/2009 20:30	个人收入	JUL	0.10%-	-	-1.30%-	-
08/28/2009 20:30	个人开支	JUL	0.20%-	-	0.40%-	-
08/28/2009 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	JUL	-0.90%-	-	-0.40%-	-
日本	指标	调查	实际	前期	修正	
08/24/2009 13:00	超市销售额(同比)	JUL	--	--	-4.40%-	-
08/26/2009 07:50	商品贸易余额	JUL	¥385.0B	--	¥508.0B	¥507.5B
08/26/2009 07:50	季节调整后商品贸易平衡	JUL	¥297.9B	--	¥438.2B	--
08/26/2009 07:50	商品贸易出口 同比	JUL	-38.4-	-	-35.7-	-
08/26/2009 07:50	商品贸易进口 同比	JUL	-42.5-	-	-41.9-	-
08/26/2009 07:50	公司服务价格(同比)	JUL	-3.40%-	-	-3.20%-	-
08/26/2009 13:00	小型企业信心	AUG	--	--	41.1-	-
08/28/2009 07:30	失业率	JUL	5.50%-	-	5.40%-	-
08/28/2009 07:30	工作与申请人比率	JUL	0.43-	-	0.43-	-
08/28/2009 07:30	Household Spending (YoY)	JUL	-0.60%-	-	0.20%-	-
08/28/2009 07:30	东京消费价格(同比)	AUG	-1.80%-	-	-1.80%-	-
08/28/2009 07:30	东京消费价指(除生鲜食品)同比	AUG	-1.80%-	-	-1.70%-	-
德国	指标	调查	实际	前期	修正	
08/25/2009 14:00	国内生产总值 季节调整(季环比)	2Q F	0.30%-	-	0.30%-	-
08/25/2009 14:00	国内生产总值 工作日调整(同比)	2Q F	-5.90%-	-	-5.90%-	-
08/25/2009 14:00	国内生产总值 未季调(同比)	2Q F	-7.10%-	-	-7.10%-	-
08/25/2009 14:00	私人消费	2Q	0.30%-	-	0.50%-	-
08/25/2009 14:00	资本投资	2Q F	-2.50%-	-	-7.90%-	-
08/25/2009 14:00	基建投资	2Q F	2.00%-	-	-2.60%-	-
08/25/2009 14:00	国内需求	2Q F	-0.70%-	-	-1.70%-	-
08/25/2009 14:00	进口	2Q F	-4.00%-	-	-5.40%-	-
08/25/2009 14:00	出口	2Q F	-1.30%-	-	-9.70%-	-
08/26/2009 14:00	进口价格指数(月环比)	JUL	-0.80%-	-	0.40%	
08/26/2009 14:00	进口价格指数(同比)	JUL	-12.50%-	-	-11.30%	
08/26/2009 16:00	IFO - 企业景气指数	AUG	89-	-	87.3	
08/26/2009 16:00	IFO - 目前评估值	AUG	86-	-	84.3	
08/26/2009 16:00	IFO - 预测值	AUG	92-	-	90.4	

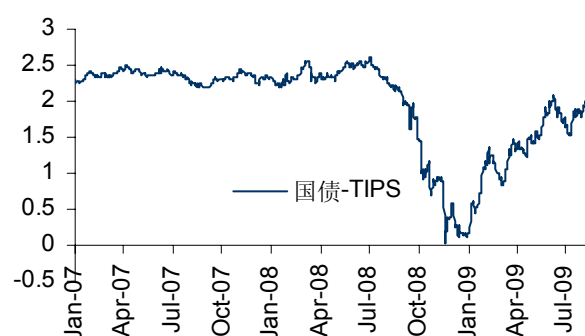
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 6: 美国国债到期收益率回落至 3.56%



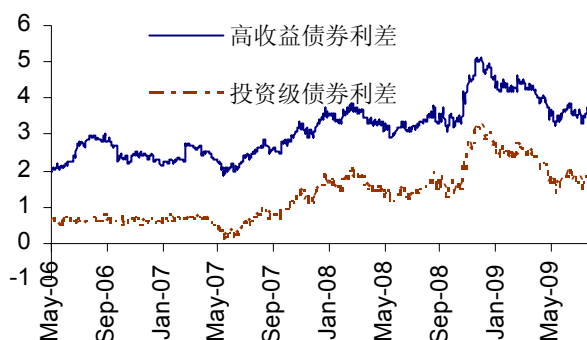
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 7: 美国通胀预期: 窄幅波动



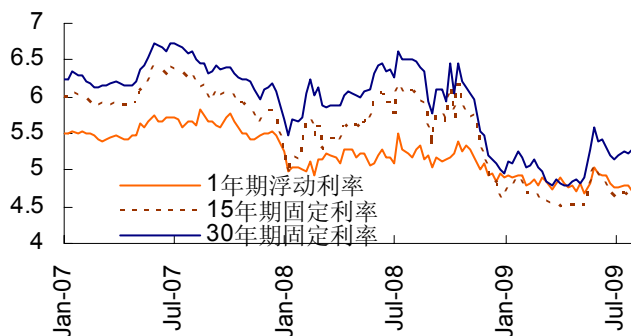
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 8: 美国标普公司债券利差震荡向上



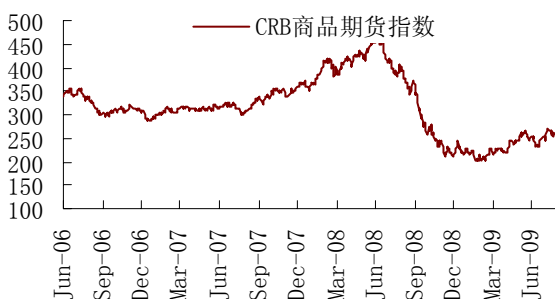
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 9: 美国长期抵押贷款利率较上周略有下降



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 10: CRB 商品期货指数



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 11: 美元指数微幅回落至 78.044



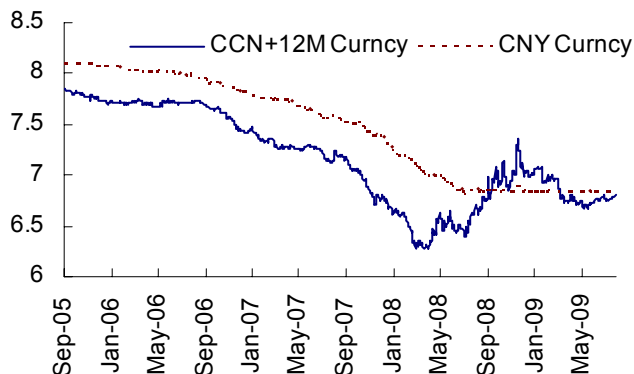
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 12: 中国 10 年期国债到期收益率, 3.5%



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 13: 人民币



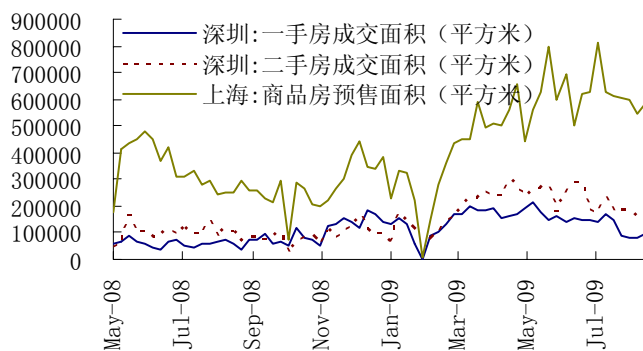
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 14: 钢铁价格: 上周继续下跌



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 15: 深圳上海地产成交面积: 上周微幅回升



资料来源: wind, 招商证券研发中心

2、一周 (8.17-8.21) 市场表现、估值与盈利预测

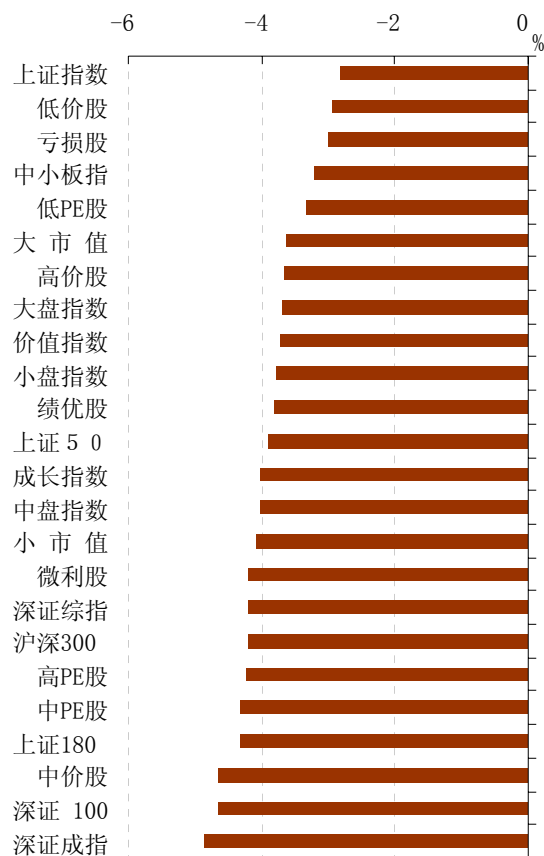
表 3: 本周主要市场表现: 美三大股指、油价创年内新高

	现价	一周涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	6 月涨跌幅 (%)	1 年涨跌幅 (%)	PE	PB
主要指数涨跌幅							
道琼斯工业	9506.0	2.0	4.5	29.3	-18.2	13.4	2.6
标普 500	1026.1	2.2	4.8	32.7	-20.6	14.0	2.1
富时 100	4850.9	2.9	6.0	27.1	-11.9	15.2	1.8
德国 DAX30	5462.7	2.9	4.5	40.2	-13.9	17.4	1.4
日经 225	10238.2	-3.4	3.0	40.9	-19.2	23.6	1.4
纳斯达克	2020.9	1.8	2.8	40.2	-16.3	18.6	2.4
孟买 SENSEX30	15240.8	-1.1	-0.9	72.8	5.8	17.8	3.3
香港恒生	20199.0	-3.3	1.1	57.8	-0.9	19.5	1.9
恒生国企	11464.7	-3.7	-4.3	62.2	5.0	16.5	2.3
沪深 300	3203.6	-4.2	-12.6	39.2	33.2	25.3	3.3
台湾加权	6654.8	-5.9	-4.6	50.2	-3.7	18.7	1.6
韩国综合	1581.0	-0.7	5.2	48.6	5.6	14.4	1.2
巴西圣保罗	57728.6	1.9	6.0	49.1	3.4	12.3	1.9
俄罗斯 RTS	1050.4	-0.9	3.7	100.2	-38.3	6.8	0.9
主要大宗商品涨跌幅							
黄金现货 (美元/盎司)	954	0.6	0.6	-3.9	14.0		
WTI 原油期货 (美元/桶)	73	8.6	13.2	85.8	-39.4		
小麦 (美分/蒲式耳)	460	-4.5	-13.9	-11.4	-48.7		
玉米 (美分/蒲式耳)	322	0.8	3.3	-8.1	-46.2		
大豆 (美分/蒲式耳)	1023	-7.0	0.8	18.6	-23.7		
LME 铜 (3 个月, 美元/吨)	14300	-1.4	2.3	35.9	-34.4		
LME 铝 (3 个月, 美元/吨)	1928	-3.1	12.4	47.7	-32.4		
LME 锌 (3 个月, 美元/吨)	1834	0.5	10.8	66.0	-2.4		
LME 镍 (3 个月, 美元/吨)	19300	-1.4	21.0	103.2	-10.2		
BDI	2468	-10.3	-28.6	17.6	-65.7		
主要币种对美元涨跌幅							
美元	78.04	-1.1	-1.1	-9.8	2.4		
欧元	1.43	0.9	0.7	12.9	-3.8		
英镑	1.65	-0.2	0.3	13.9	-12.1		
日元	94.40	0.6	-0.7	0.2	14.9		
人民币	6.83	0.0	-0.0	0.1	0.2		

资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心。PE 为 TTM 滚动, 剔除亏损, PB 中的 B 为最后报告期。

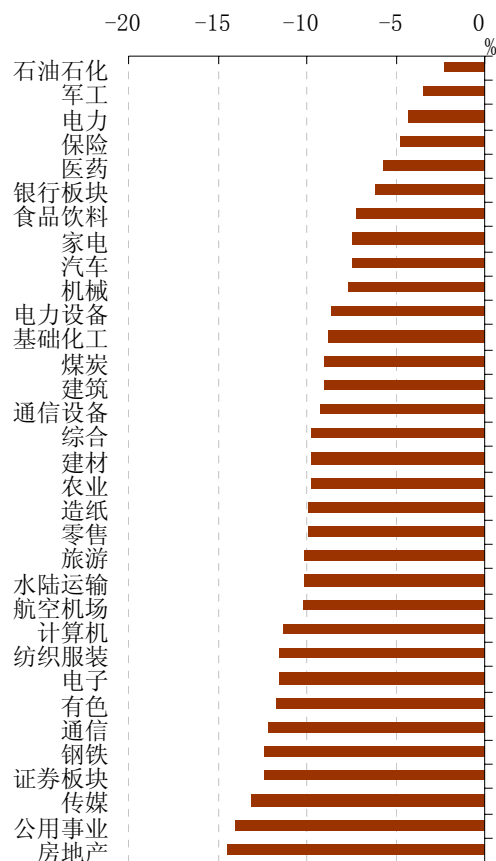
上周市场下跌后出现反弹。特征指数中，沪市表现优于深市，大中小盘表现差异不远。上周招商行业指数中，石油石化、军工、电力、保险、医药以及中下游的机械、家电、汽车表现出了一定的防御性。

图 16: 上周市场特征指数涨跌幅排行 (%)



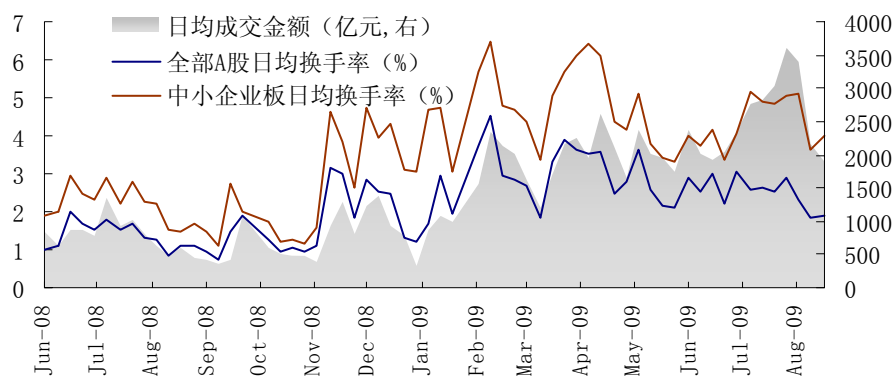
资料来源：天相，招商证券研发中心

图 17: 上周招商行业指数涨跌幅排行 (%)



资料来源：招商证券研发中心

图 18: 日均换手率：全部 A 股 1.88%，中小板 4.01%，日均成交 1906 亿元

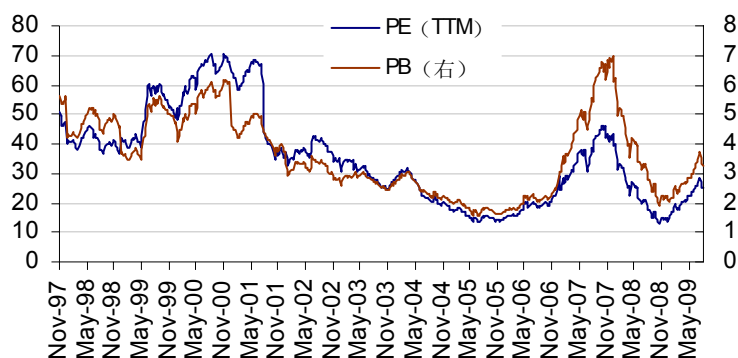


资料来源：wind，招商证券研发中心

表 4: 上周 A 股市场估值

板块名称	滚动市盈率(整体法)	预测 2009 市盈率(整体法)	市净率(整体法): 最新报告期(MRQ)	总市值 (十亿元)	流通 A 股市值 (十亿元)
全部 A 股	24.71	21.98	3.26	202408.5	100260
沪深 300	22.94	20.92	3.18	156471.4	72310
中小企业板	36.01	28.77	4.48	10084.06	4508.4

资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 19: 上证综指历史估值水平


数据来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

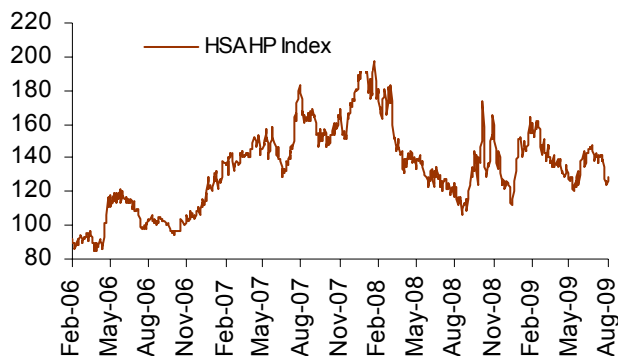
表 5: 各行业 PB 比较

板块名称	市盈率(TTM, 整体法, 剔除负值)	09PE	10PE	PB
农林牧渔	47.96	34.36	25.02	4.2
采掘	23.36	22.81	18.76	3.48
化工	33.99	23.26	19.12	3.62
黑色金属	40.8	31.57	19.65	2.07
有色金属	66.72	68.47	41.62	5.24
建筑建材	37.92	23.01	17.57	3.42
机械设备	37.02	27.47	22.38	4.6
电子元器件	46.03	50.41	34.86	3.55
交运设备	43.31	25.54	20.77	3.53
信息设备	38.24	30.05	24.36	3.61
家用电器	23.91	22.15	18.7	3.36
食品饮料	37.21	31.37	24.99	6.38
纺织服装	27.24	23.75	19.46	2.9
轻工制造	39.06	27.56	20.47	2.49
医药生物	35.31	28.21	21.85	4.72
公用事业	43.22	27.13	21.78	3.04
交通运输	26.06	35.74	25.68	2.68
房地产	40.81	27.9	20.95	4
金融服务	18.34	17.03	14.81	2.96
商业贸易	35.71	26.33	20.1	3.73
餐饮旅游	48.33	36.21	27.33	3.79
信息服务	14.5	30.19	25.54	3.1
综合	58.86	47.36	20.59	3.9

数据来源: wind, 招商证券研发中心

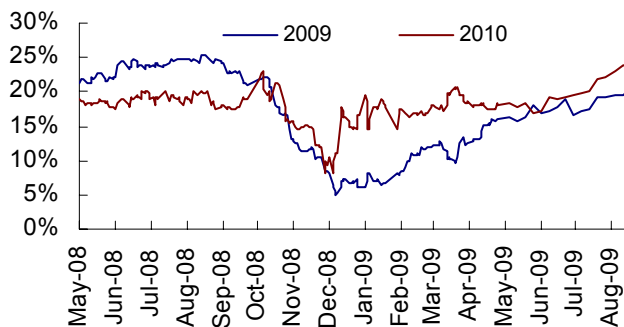
上周 A 股后半周的反弹使得 A-H 股价差反弹至 29%。随着中报业绩的逐步明朗，分析师继续小幅上调沪深 300 盈利预期，未来两年沪深 300 净利润增幅分别上调至 20.8% 和 23.6%。

图 20: A-H 价差: 29.16%



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 21: SZ300 净利一致预期: 09-10 年 20.8%、23.6%

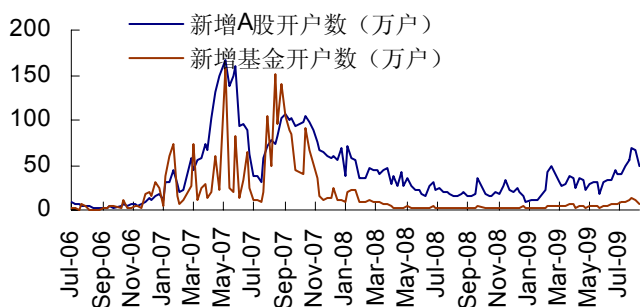


资料来源: go-goal, 招商证券研发中心

3、资金与资产供给

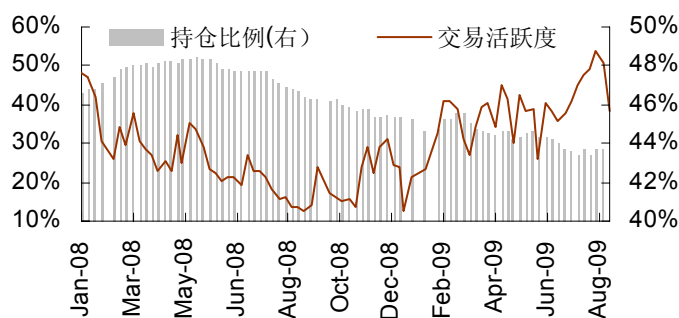
基金与个人开户 (8.10-8.14): 近期市场持续调整，投资者开户数有所下降。上周新增 A 股开户数较前一周下降 27%，基金开户数较前一周下降 24%。本周持仓比例微幅下降至 43.68%，市场交易活跃度大幅下降至 38%。

图 22: 个人与基金开户数



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 23: 持仓比例与交易活跃度



注: 从 2008 年开始, 中登公司按周公布个人空仓比例。交易活跃度=本周交易账户/持仓账户。我们用有效账户数代替总账户数计算持仓比例。

资料来源: wind, 招商证券研发中心

限售股解禁: 本周 (8.22-8.28) 总解禁规模约为 415 亿元左右, 解禁市值较大的股票有一汽夏利、盘江股份、中油化建、东方通信等。

图 24: 本周限售股流通市值


资料来源: wind, 招商证券研发中心

表 6: 本周限售股流通表一览

股票简称	可流通时间	本期流通市值(亿元)	本期流通股占总股本	本期流通股数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
一汽夏利	2009-07-26	94.16	79.56%	126905	159517	0	股权分置限售股份
盘江股份	2009-07-28	82.03	49.76%	29562	59408	0	股权分置限售股份
中油化建	2009-07-27	30.71	39.76%	11927	30000	0	股权分置限售股份
东方通信	2009-07-26	23.60	54.03%	51652	95600	0	股权分置限售股份
豫能控股	2009-07-26	19.27	60.00%	25800	43000	0	股权分置限售股份
上海家化	2009-07-24	18.28	36.40%	7900	21031	672	股权分置限售股份
京东方 A	2009-07-23	17.44	18.98%	41133	174941	41794	定向增发机构配售股份
万业企业	2009-07-26	16.25	40.54%	18159	44787	0	股权分置限售股份
长丰汽车	2009-07-27	15.81	50.41%	20197	40067	0	股权分置限售股份
陕国投 A	2009-07-25	14.66	34.78%	12466	35841	0	股权分置限售股份
江苏索普	2009-07-24	11.85	61.51%	18847	30642	0	股权分置限售股份
中科英华	2009-07-27	11.69	28.19%	19102	65154	2600	股权分置限售股份
中纺投资	2009-07-24	8.11	25.99%	11152	42908	0	股权分置限售股份
德美化工	2009-07-27	6.78	23.28%	3120	11982	1418	首发原股东限售股份
永生数据	2009-07-28	6.28	56.05%	5733	10228	0	股权分置限售股份
拓维信息	2009-07-23	6.06	26.25%	2096	4096	3890	首发原股东限售股份
吉电股份	2009-07-26	5.77	14.18%	11901	77888	6022	股权分置限售股份
得润电子	2009-07-27	5.30	52.94%	5469	10314	17	首发原股东限售股份
深深宝 A	2009-07-27	4.64	41.26%	6427	15579	0	股权分置限售股份
吉林制药	2009-07-28	4.14	28.92%	4576	15637	187	股权分置限售股份
哈高科	2009-07-28	3.96	20.59%	7437	36126	0	股权分置限售股份
广济药业	2009-07-24	2.31	6.32%	1591	25167	4	股权分置限售股份
恩华药业	2009-07-23	1.79	12.08%	1449	4449	7551	首发原股东限售股份
拓邦电子	2009-07-24	1.48	9.06%	906	5988	4012	首发原股东限售股份
大东南	2009-07-28	1.10	6.31%	1546	7946	16559	首发原股东限售股份
交大博通	2009-07-25	0.83	12.24%	764	5284	962	股权分置限售股份
厦门信达	2009-07-28	0.79	5.00%	1201	19651	4374	股权分置限售股份
罗顿发展	2009-07-28	0.47	2.45%	1076	23452	20449	股权分置限售股份

资料来源: wind, 招商证券研发中心

三、上周行业研究员推荐报告摘选

上周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注安琪酵母、神火股份、宁波银行、北新建材、柳工等。

表 7：上周行业研究员推荐的部分公司概况

公司	分析师	投资评级	变化	EPS 08	EPS 09E	EPS 10E	目标价位	投资要点
安琪酵母	朱卫、董广阳	强烈推荐	维持	0.39	0.72	0.98	25-30	公司同时发布09 年半年报和定向发行收购少数股权交易公告，中报业绩实现71%增长，略高于公司原先预增公告，预计全年实现100%以上增长。定向增发收购少数股权股本定为3823 万股，摊薄总股本4.1%，基本符合我们预期，自此治理结构问题彻底解决，广西崇左新增1.5 万吨酵母和抽提物项目投资，未来业绩增长有保障。我们认为公司未来几年将处于收入和利润快速扩张阶段。
神火股份	卢平，王培培	强烈推荐	维持	2.29	1.2	1.94	50	未来三年公司煤炭产量翻番，其业绩增速将高于产量增速。已获得探矿权项目将增加远期产能1000 万吨左右。电解铝已经逐步从亏损走向盈利。未来业绩增长明显，公司股价在煤炭板块中严重低估。
宁波银行	李珊珊	审慎推荐	维持	0.53	0.59	0.76		异地贷款贡献增量贷款的一半。异地贷款已成全行贷款增长重要驱动。上半年异地投放贷款量占到增量贷款的50.1%，其中江苏占26.5%，上海占12.6%。异地扩张成为新增长点，出口恢复带来趋势性机会。上半年公司股价表现差于同业。但由于今年下半年出口可能开始好转，同时宁波地区政府项目下半年也会陆续出台。2 季度利差环比收缩幅度已不大。上半年净利差2.79%，较1 季度下降5 个基点；净息差2.92%，较1 季度下降3 个基点；其中第2 季度净利差2.75%，环比仅下降9 个基点。利差在同业中仍相当高。
北新建材	杨东森	强烈推荐	维持	0.35	0.56	0.65	18.6-22.8	上半年公司实现销售收入13.6 亿，同比增长21.6%；营业利润1.8 亿，同比增长13.2%；归属于母公司股东的净利润1.2 亿，同比增长6.3%，EPS 为0.20 元；扣除非经常性损益后，归属于母公司股东的净利润为1.1 亿，同比增长192.8% 3、4 季度是石膏板的传统旺季，且公司大量收购少数股东权益，全年EPS 在0.60 元以上
柳工	刘荣	强烈推荐	上调	0.72	0.93	0.96	18	2009 年上半年柳工销售收入49.9 亿元，同比下降11.2%；实现营业利润4.4 亿元，同比略增0.13%；实现净利润总额3.7 亿元，同比增长0.59%；每股摊薄收益0.57 元，略超预期。 毛利率同比大幅提高是净利润超预期的主要原因。 2009 年上半年，柳工的综合毛利率达到20.5%，同比提高了3.4 个百分点，主要是由于去年四月份开始装载机开始提价，今年上半年原材料成本较低。

资料来源：招商证券研发中心。

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心，任策略分析师。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，招商证券研发中心策略分析师。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，招商证券研发中心策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。