

惊涛拍岸，防御为主

——A股9月市场策略

09年8月25日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

8月：A股“过山车”行情，调整势头猛烈

7月29日市场在没有任何先兆的情况下，大跌5%，其后虽然是重拾升势，但是冲高到3478点后，股指开始了连续的下跌，在毫无支撑的3000点被击穿后，市场的恐慌达到极点，2900到2800点屡屡被击穿，新股上市数日中国建筑和光大证券就面临破发危机，一时之间，仿佛又回到了08年的熊市氛围中。

经济的复苏是确定的，方式或有不同

种种迹象显示，经济复苏才刚刚开始，无论复苏的形态是V型、U型还是螺旋形、波浪形，总的趋势是向上的，这一点毋庸置疑，我们不能要求每个月的数据全部都要超预期，为了实现保八的目标，四季度GDP增速上2位数已经是大概率事件。在宏观上，大的趋势基本上没有发生变化，经济数据的大幅上扬是确定的。

9月行情预测：未来市场的核心区域在2650—3300点之间

对于9月行情的展望，我们认为趋势性研判在投资决策中的作用不言而喻。在三季度策略报告中，我们曾提出市场的核心区域在2650—3300点之间，过去两周的市场调整已经相当程度上消化了政策微调和流动性适度收缩的利空，目前指数又回到了这一区间，市场经过这次洗礼，又从超预期的乐观情绪中一下子回到保守的预期之下，有些矫枉过正，总的来看目前的上市公司业绩支撑3000点的能量还是有的，市场短期还要经受震荡的考验，直至到达均衡区间，促使市场转好的催化剂来自于9月上旬公布的新一期经济数据的披露。

9月投资策略：明确以盈利为主导

在判断9月市场行情走势的基础上，我们认为目前的组合仓位应该有所谨慎，在看好经济的同时，要谨防数据的披露风险带来的“过山车”行情，所以股票型组合的仓位建议维持在50%—80%之间，注意防御短期风险。

板块方面，我们在此强调要以企业盈利为主导：1、寻找业绩比较确定的上市公司，其中医药和零售等抗周期性的防御品种，是目前震荡行情较好的避风港；2、关注未来两到三年盈利稳定高增长的公司，在被市场错杀时，是良好的买点，这类公司具备较强技术研发能力和创新精神或者具备资源独占优势优先考虑；3、主题机会例如创业板和军工，能力较强的趋势投资者可根据实际情况作出选时操作。

9月组合：中国平安、神火股份、康美药业、浙江医药、格力电器、建峰化工、海油工程

务请阅读正文之后的重要声明

8 月行情简要回顾

8 月：A 股“过山车”行情，调整势头猛烈

7 月 29 日市场在没有任何先兆的情况下，大跌 5%，其后虽然是重拾升势，但是冲高到 3478 点后，股指开始了连续的下跌，在毫无支撑的 3000 点被击穿后，市场的恐慌达到极点，2900 到 2800 点屡屡被击穿，新股上市数日中国建筑和光大证券就面临破发危机，一时之间，仿佛又回到了 08 年的熊市氛围中。在创下 2761 点调整新低后，市场有所反弹，品种方面主攻的方向是煤炭、银行、石化，但总的看来成交量未能放大，只有高峰时期的一半左右，指数在逼近 60 日均线压力位附近开始谨慎，反弹幅度收敛。

调整的原因：人们在担心什么？

即使我们在 7 月策略中反复提醒 3500 点过早到达，实际上“是情绪的因素导致股指涨升过快，就面临着较大回调的风险”，但是现实中暴风骤雨式的调整也确实过于猛烈，所谓“来也汹汹，去也汹汹”即是最好的注释。

回过头来，我们在寻找市场下跌理由的时候，以下两个声音是听到最多的：

1、政策变化，将会导致股市流动性不足。不容置疑，2009 年以来支撑行情的主要是流动性，目前大小非解禁高峰的到来，下半年在信贷规模总量控制的背景下，流动性收紧是一个确定的命题。

2、7 月的经济数据披露没有超预期，市场认为是经济二次探底的先兆。开始担心货币政策改变可能导致经济二次探底，理由是经济复苏的基础还不牢固，此时收紧货币会使得复苏夭折。等到 7 月份经济数据公布之后，固定资产投资、工业增加值和房地产数据低于预期，形势立刻发生了很大的变化，坏得预期开始形成。

两种担心下，再来看看 A 股市场从去年底以来的翻倍涨幅，趋势性投资者立刻做出了卖出的决定，市场主要参与者私募、保险、公募全都开始调整仓位，而基金迫于赎回压力，又导致陷入“卖出一赎回一再卖出一再赎回”的窘境。根据统计，A 股自 2003 年以来每逢大跌 20% 必止跌的规律，这次又起到作用，但是这个点位是下跌中继还是调整结束，需要认真思考。可以肯定的是，自此，因为理念不同以及对未来判断不同，价值投资者和趋势投资者开始分道扬镳。

板块的轮动：折射出投资心理变化

8 月以来，食品饮料、医药生物板块跌幅较小，表明作为防御型品种，成为了大资金调仓的选择；而地产、采掘、有色、金融这些前期行情中的宠儿，则遭到了抛售，明显有资金流出的痕迹，名列跌幅前列。

近期行业板块涨跌情况汇总表

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅
食品饮料	-0.79%	-7.07%	-3.29%
医药生物	0.61%	-5.88%	-4.21%
农林牧渔	-2.04%	-10.01%	-6.38%
化工	-0.68%	-7.69%	-6.65%
黑色金属	-6.17%	-12.72%	-7.24%

务请阅读正文之后的重要声明

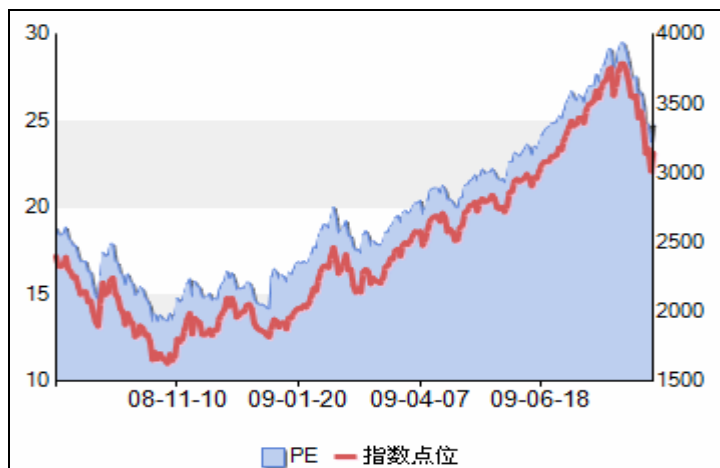
公用事业	-1.03%	-10.28%	-7.43%
轻工制造	-1.72%	-9.73%	-7.46%
信息设备	-1.78%	-7.57%	-7.71%
机械设备	-1.98%	-10.18%	-8.95%
交运设备	-2.49%	-9.10%	-9.30%
家用电器	-0.20%	-6.63%	-9.85%
电子元器件	-3.64%	-11.90%	-10.25%
商业贸易	-3.98%	-10.08%	-10.28%
餐饮旅游	-3.14%	-9.68%	-10.56%
交通运输	-4.92%	-13.20%	-11.49%
建筑建材	-2.46%	-9.75%	-11.56%
金融服务	-3.80%	-9.23%	-13.10%
有色金属	-7.59%	-12.52%	-14.07%
信息服务	-6.03%	-13.91%	-14.14%
纺织服装	-4.93%	-13.87%	-14.90%
采掘	-3.39%	-7.48%	-17.23%
综合	-6.52%	-14.10%	-18.51%
房地产	-10.96%	-11.26%	-19.42%

数据来源：Wind 资讯

估值开始便宜，情绪仍未恢复

截至 8 月 24 日，沪深 300 市盈率（TTM）为 23.63 倍，市净率为 3.38 倍。如果按照预测的业绩推算，那么沪深 300 市盈率（09 动态）为 21.41 倍，再假设 2010 年上市公司业绩有 20% 的增长，那么对应 10 年的动态市盈率水平在 17.84 倍。考虑到还有 4 个月将会进入 2010 年，目前的估值水平是较低的，但是在市场情绪没有恢复前，更多人看到的是趋势。

沪深 300 静态 PE 图



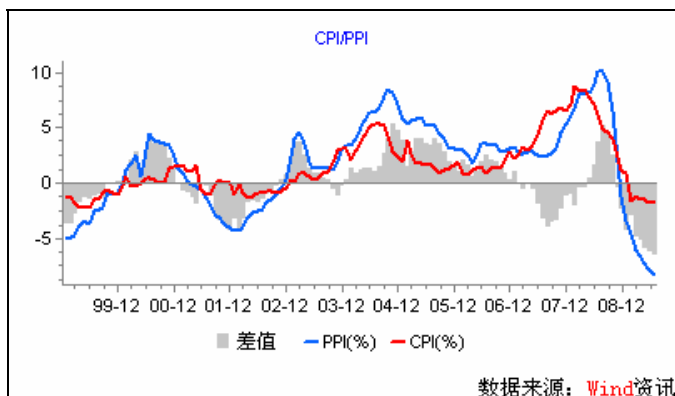
数据来源：WIND 资讯

务请阅读正文之后的重要声明

9月行情走势预测

经济的复苏是确定的，方式或有不同

近期披露的宏观经济数据显示了经济上行趋势不变。7月投资增长弱于预期，房地产投资强劲。其中投资单月增速5个月来首次降到30%之下，部分源于中央投资资金发放的“真空期”节奏导致7月新开工项目计划投资增速下滑。房地产投资加速，显示房地产已成为经济增长的主要动力。通缩同比跌幅加剧，主要源于CPI翘尾因素负效应比上月扩大，且受到食品价格高基数的影响。CPI和PPI显示通缩仍在加剧，进一步加深了政府短期内不改变政策的决心。出口同比降幅扩大，但环比改善趋势不变。受经济向好刺激，消费继续维持强势。



种种迹象显示，经济复苏才刚刚开始，无论复苏的形态是V型、U型还是螺旋形、波浪形，总的趋势是向上的，这一点毋庸置疑，我们不能要求每个月的数据全部都要超预期，为了实现保八的目标，最后1个季度GDP上2位数的增长已经是大概率事件。在宏观上，大的趋势基本上没有发生变化，经济数据的大幅上扬是确定的。

管理层的意图：维护市场稳定

在连续的下跌之后，为了维护市场稳定，我们看到代表管理层声音的中国证券报在8月19日头版，刊登了题为“A股仍是未来理想投资领域”的社评，文章中对资本市场极具呵护之意，其中谈到未来——“A股在全球经济大环境整体转暖、国内经济基本面持续好转的前提下，不会再复制去年的单边下跌行情，以长期的眼光观之，A股仍是未来较为理想的投资领域”，结合管理层近期密集批准发行基金的数量，我们可以看出管理层维护市场稳定的意图，尤其是面临即将到来的60年国庆大典，更会是采取稳定压倒一切的政策。

机构博弈，多空有分歧

进入8月以来，由于大幅震荡原因，机构的操作越来越被市场当作情绪放大器，尤其是在关键时刻，平安保险的巨额赎回更是让公募基金们不寒而栗，虽然在2800点中国人寿又有230亿规模的申购，但是更多的投资者还是受到情绪影响调低了仓位，公募基金平均仓位下调5%以上。本来保险的申赎行为是合理的，但是在行情的拐点上加重了投资者的担心，这种情绪传到基金，考虑到相对排名，主动性减仓就成为基金经理的选择，最后当普通投资者看到这一结果再度杀跌，就成为失去

务请阅读正文之后的重要声明

理性的跳水。在一个信息充分的市场中，投资的链条和情绪是会放大的，当然也会助涨助跌，我们看到目前市场已经形成尖锐对立的多空两派意见，机构在失去一致性意见后，未来博弈也越发复杂了。

寻找业绩基石，估值回到理性

股指的强震，使得近期投资思路发生较大改变，以往业绩弹性的话题逐渐淡出主流，目前市场较为认可的投资方向是寻找有坚实业绩支撑的品种，在下跌面前，唯有此才能安心持股。统计显示，截至8月22日，两市发布半年报公司已达1057家，实现归属于母公司净利润2495.05亿元，同比下降10.69%。根据最新数据，目前上市公司亏损面情况较之一季度有所好转。数据显示，上市公司的盈利能力基本保持平衡。1057家公司上半年实现营业收入总计约20364亿元，同比下降6.08%。非金融类上市公司上半年毛利率为19%，同比仅下降0.65个百分点。理性面对估值，目前又回到了季度之初我们的假设（见下表），市场悲观之时曾回落到保守的区域，目前在乐观区域寻找均衡，但是短期再回到超预期的可能性较小。

观点	09 年业绩增长	10 年业绩增长	09 年合理 PE（倍）	合理区间高限
保守	0%	10%	18-20	2950 点
乐观	10%	15%	15-20	3200 点
超预期	15%	20%	25	3480 点

9 月行情预测：未来市场的核心区域在 2650---3300 点之间

对于 9 月行情的展望，我们认为趋势性研判在投资决策中作用不言而喻。在三季度策略报告中，我们曾提出市场的核心区域在 2650---3300 点之间，过去两周的市场调整已经相当程度上消化了对政策微调和流动性适度收缩的利空，目前来看指数又回到了这一区间，市场经过这次洗礼，又从超预期的乐观情绪中一下子回到保守的预期之下，有些矫枉过正，总的来看目前的上市公司业绩支撑 3000 点的能量还是有的，市场短期还要经受震荡的考验，直至到达均衡区间，促使市场转好的催化剂来自于 9 月上旬公布的新的一期经济数据的披露，届时我们将知道 8 月份的各项经济指标，投资、工业增长值是否还会低于预期，房地产的销售情况是否能好转，预期将会改变投资的信心和方向。

9 月投资策略：明确以盈利为主导

在判断 9 月市场行情走势的基础上，我们认为目前的组合仓位应该有所谨慎，在看好经济的同时，要谨防数据的披露风险带来的“过山车”行情，所以股票型组合的仓位建议维持在 50%---80% 之间，注意防御短期风险。

相关的板块方面，我们在此强调要以企业盈利为主导：1、寻找那些业绩比较确定的上市公司，其中医药和零售等抗周期性的防御品种，是目前震荡行情的较好的避风港；2、关注未来两到三年盈利稳定高增长的公司，在被市场错杀时，是良好的买点，这类公司符合技术研发能力强和创新精神强的特征或者具备资源独占优势优先考虑；3、主题机会例如创业板和军工，需要能力较强的趋势投资者，根据实际情况作出选时操作。

务请阅读正文之后的重要声明

9月重点推荐股票组合

在复苏预期不稳定，估值摇摆的时点，我们看好业绩增长明确，估值偏低，受宏观政策影响较小的公司进行9月市场的布局

中国平安 (601318): 资金成本持续下降，通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用使公司的投资收益水平可望在 2008 年遭到重挫的基础上明显回升，利差水平可望逐步扩大，强劲增长的保费规模驱动公司盈利能力明显上升。预计 09—10 年公司每股收益分别为 1.26 元、1.59 元。公司未来半年的估值中枢为 71 元。

神火股份 (000933): 公司为煤电铝一体化公司，煤炭产能预计 09—11 年将分别达到 600 万吨、780 万吨和 1200 万吨，复合增长率 40%；伴随经济复苏，电解铝有望扭亏为盈，业绩弹性较大。预计 09—10 年公司每股收益分别为 0.97 元、1.52 元。公司未来半年的估值中枢为 41 元。

康美药业 (600518): 中药饮片全国市场容量是 350—400 亿，税前利润超过 20 亿，06 年起保持了 22% 的快速增长。二期产能达产将实现超 10000 吨产能，公司加大北京公司投资，布局京津冀战略市场，加速推进康美饮片全国市场战略。预计 09—10 年每股收益分别为 0.29 元、0.43 元。公司未来半年的估值中枢为 10.5 元。

浙江医药 (600216): 四大寡头垄断格局使得 VE 供需平衡状况，如果没有重大技术变革，VE 当前的供需平衡格局将在相当长时间内阻止新进入者，随着 09 年四季度下游终端需求逐步回暖，2010 年 VE 有望恢复景气，预计 09—10 年每股收益分别为 2.25 元、2.47 元。公司未来半年的估值中枢为 34 元。

格力电器 (000651): 公司处于双寡头垄断位置，2008 年市场占有率 41%。目前零售仍保持 10% 左右增长，虽然当前出口状况不佳，但公司以利润为导向的经营战略，及国内提振内需的政策导向将是公司业绩保持较快增长，预计 09—10 年每股收益分别为 1.32 元、1.6 元。公司未来半年的估值中枢为 27 元。

建峰化工 (000950): 公司处在天然气资源最丰富的川、渝地区东部矿区，天然气供应和运输具有得天独厚的优势。目前产能为年产 52 万吨尿素，年产 80 万吨尿素的“二化项目”预计于 09 年 12 月建成，10 年 6 月前达到设计产能。届时公司将拥有 132 万吨尿素的生产能力，不考虑公司募集资金发行股票扩大股本的情况，预计 09—10 年每股收益分别为 0.8 元、1.22 元。公司未来半年的估值中枢为 18.3 元。

务请阅读正文之后的重要声明

海油工程（600583）：2009 年上半年营业收入保持高速增长，同比增长 84%至 60.66 亿元，公司上半年运行 35 个工程项目，其中 7 个项目完工，下半年计划运行 28 个项目，其中 20 个在年内完工，预计下半年毛利率将继续回升，将逐渐发挥青岛场地的规模经济作用。同时公司表示下半年将着力加快与甲方的关联交易价格调整和部分项目变更的确认进展，预计利润率水平将逐步提升，预计 09—10 年每股收益分别为 0.59 元、0.79 元。公司未来半年的估值中枢为 15 元。

投资组合

股票	行业板块	最新价 (8.25)	目标价	09 年 EPS	10 年 EPS	配置比重
601318 中国平安	金融	48.82	71	1.26	1.59	均配
600518 康美药业	医药	9.47	10.5	0.29	0.43	均配
600216 浙江医药	医药	30.50	34	2.25	2.47	均配
000651 格力电器	家电	21.84	27	1.32	1.6	均配
000933 神火股份	煤炭采掘	27.01	41	0.97	1.52	均配
600583 海油工程	装备制造	10.78	15	0.59	0.79	均配
000950 建峰化工	化工	15.85	18.3	0.8	1.22	均配

重要声明：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及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师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，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。我公司或关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等服务。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

务请阅读正文之后的重要声明