

振荡消化分歧, 优先捡拾优质股——9 月投资策略

报告日期: 2009 年 9 月 1 日

相关报告:

《盈利与增长之间的平衡》——2009 年 8 月行业配置与组合策略 2009 年 7 月 31 日

《创造性破坏与趋势性增长》——2009 中期投资策略 2009 年 7 月 27 日

《分歧中前行》——2009 年 6 月投资策略 2009 年 6 月 2 日

《市场进入结构调整期》——2009 年 5 月投资策略 2009 年 5 月 4 日

《振荡中寻找超额收益》——2009 年二季度投资策略 2009 年 4 月 1 日

《在振荡调整中寻找新的驱动力》——2009 年 3 月投资策略 2009 年 3 月 2 日

《投资热情期待经济的曙光》——2009 年 2 月投资策略 2009 年 2 月 3 日

《寻找有行业支持的股票》——2009 年 1 月投资策略 2009 年 1 月 6 日

《拐点·成长》——2009 年度投资策略 2008 年 12 月 23 日

《关注政策预期, 调整配置方向》——2008 年四季度股票投资策略 2008 年 10 月 6 日

《反周期经济政策酝酿反弹行情》——2008 年 9 月投资策略 2008 年 9 月 3 日

《重建新秩序》——2008 年中期投资策略 2008 年 6 月 16 日

《经济的黄金岁月, 股市的花样年华》 2006 年 12 月 12 日

《贪婪地持有股市“稀缺筹码”》 2006 年 3 月 2 日

《多年以后我们需要俯视今天的低点》 2005 年 7 月 4 日

宏观策略组:

周荣华、王明利、仇彦英

021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点:

- 8月沪深股市调整属于“创造性破坏”。
- 9月股市将迎来再度值得珍惜的投资机会。
- 当前基本策略是优先捡拾优势企业股。

投资要点:

- 在7月底我们认为上市公司中期业绩在绝对盈利与增长率之间存在矛盾, 进而判断8月份的A股市场会进入振荡调整和波动加剧的阶段。目前来看, 市场的调整格局验证了我们的判断, 但调整的幅度仍然超出我们的预期。
- 尽管市场存在诸多不稳定因素, 但是支持市场方向的因素并没有发生改变。因此, 我们认为市场的调整应该理解为合理的风险释放, 而不是方向性的改变。按照中期策略“创造性破坏”思想来分析, 大的调整将带来大的投资机会。
- 经历了8月份的大幅调整之后, 9月份股市将进入振荡筑底、消化分歧的阶段, 在影响股市的不稳定因素趋于明朗之后, 市场的分歧将趋于稳定。从基本价值支撑的角度来考虑, 当前市场的调整可以理解为正在进入投资区域。但价格进入价值区域并不意味着会马上企稳, 恐惧正在使得市场进入惯性下跌阶段。结合估值和供求关系来判断, 可以给出的结论是上证指数进一步下跌的空间已经有限。当前市场的不确定性应该会在9月中上旬明朗, 特别是企业盈利的好转和经济进一步的复苏。
- 从中报业绩来看, 企业盈利正在加快好转。首先是去库存化和对扭曲的价格的修正, 这甩掉了资产减值损失的包袱, 理顺了价格传导关系, 有色、煤炭、电力和石化等行业盈利状况率先好转; 然后是受益于大规模固定资产投资和稳定消费需求的行业的复苏, 房地产、汽车等行业带动机械、建筑、建材等行业需求回暖; 接下来造纸包装、化纤、机电产品和纺织服装等行业将更多的受益于外需的拉动, 走向复苏。
- 对于9月的股市整体上仍然可以乐观, 一方面是负面因素已经得到消化, 另一方面是支持经济复苏、企业盈利向好的预期会更稳定。
- 在每一次大跌后, 从基本策略看, 就是优先捡拾优势企业股, 银行、地产新的买入时点也正在形成。
- 在市场振荡调整的时候, 主题投资的机会往往也比较活跃, 9月份的主题投资可以关注: 军工板块、酒店旅游板块、农副产品板块、新能源板块、次新股板块。

目录

1	8月回眸：沪深股市上演“创造性破坏”	5
1.1	市场表现回顾	5
1.2	不稳定因素导致调整	7
1.3	调整属于“创造性破坏”	9
2	9月展望：再度值得珍惜的投资机会	16
2.1	估值已经处于合理区域	16
2.2	供求关系成为影响市场的重要因素	19
2.3	不稳定因素明朗将使预期稳定	21
3	中报解析：向好的业绩预期基本实现	22
3.1	上市公司盈利环比大幅增长	22
3.2	行业全面复苏的信号逐渐清晰	22
4	投资策略：优先捡拾优势企业股	26

图表

图表 1: 8 月指数冲高回落	5
图表 2: 天相风格、特征指数月涨跌幅	5
图表 3: 风格切换压力进一步显现	6
图表 4: 天相行业涨跌幅	6
图表 5: 上证指数敏感性分析	7
图表 6: 基金仓位和配置需要调整	7
图表 7: 城镇固定资产投资增速出现今年首次回落	8
图表 8: 新增贷款环比大幅少增	8
图表 9: 进出口降幅继续扩大	8
图表 10: 物价指数继续下降	9
图表 11: 工业增加值增速继续反弹	10
图表 12: 发电量显示重工业延续强势增长	10
图表 13: 领先指标预示外部经济将回暖	10
图表 14: 7 月国内新出口订单指数继续回升站稳临界点	11
图表 15: 港口货物吞吐量增速回升	11
图表 16: 房地产开发投资累计增速连续 5 个月反弹	11
图表 17: 消费品零售总额平稳增长	12
图表 18: 实际消费增速增长较快	12
图表 19: 货币供应增速继续攀升	12
图表 20: 外汇占款增速回升增加基础货币投放	13
图表 21: 货币剩余将维持正值	13
图表 22: 流动性结构分解	13
图表 23: 新增贷款与股市相关性	14
图表 24: 热钱流动对股市影响	14
图表 25: 货币活化与股市运行明显正相关	14
图表 26: 储蓄存款增速与股市明显负相关	14
图表 27: 股票、基金开户数持续上升意味着储蓄搬家依然延续	15
图表 28: 沪深股市当前估值水平渐趋合理	16
图表 29: 当前 AH 溢价率处于历史低位	16
图表 30: 行业 PE 历史比较	17
图表 31: 行业相对市场的 PE 倍数比较	17
图表 32: 行业 PB 历史比较	17
图表 33: 行业相对市场的 PB 倍数比较	18
图表 34: 行业 ROE、PB 比较	18
图表 35: 新股开闸后资金需求增加	19
图表 36: 9 月份解禁压力减小	20
图表 37: 09 年以来各月新基金募集资金	20
图表 38: 近期新发基金概况	21
图表 39: 企业盈利是股市运行的基础	21
图表 40: 上市公司净利润增速（累计增速）	22
图表 41: 二季度利润占比前 5 位的行业	22
图表 42: 2009 年二季度行业利润比重提高最大的行业	23
图表 43: 2009 年二季度行业利润比重下降最大的行业	23

图表 44: 2009 年二季度行业利润比重前 20 位	23
图表 45: 2009 年上半年利润同比正增长的行业	24
图表 46: 2009 年二季度利润环比增速大于 60% 的行业	25
图表 47: 投资组合	27

1 8月回眸：沪深股市上演“创造性破坏”

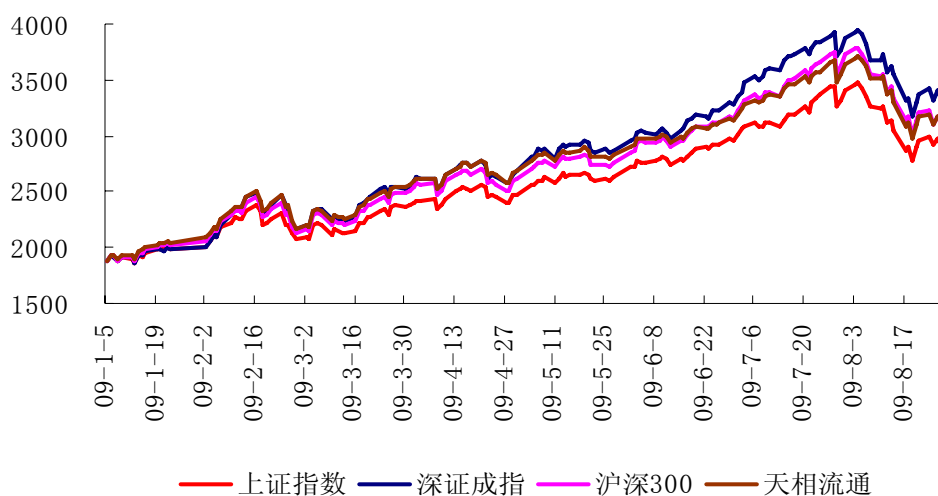
1.1 市场表现回顾

在7月底推出的8月行业配置报告《盈利与增长之间的平衡》中，我们认为上市公司中期业绩在绝对盈利与增长率之间存在矛盾，进而判断8月份的A股市场会进入振荡调整和波动加剧的阶段。目前来看，市场的调整格局验证了我们的判断，但调整的幅度仍然超出我们的预期。8月份的沪深股市创出了自去年11月份以来最大的单月跌幅，上证指数月度跌幅为21.81%，深证成指的月度跌幅为22.57%，沪深300指数的月度跌幅为24.22%。

天相风格指数显示，大盘指数跌幅居前，而小盘指数相对抗跌。天相特征指数显示，低PE股、绩优股跌幅居前，而亏损股相对抗跌。从大小盘股的相对超额收益比较来看，二者的剪刀差改变了不断收拢的态势，小盘股的超额收益进一步的拉大。导致这种现象的原因是：机构投资者调整仓位的过程导致了其重仓股的市场表现黯淡，而在市场的调整期内，主题投资较为活跃，导致了小盘股甚至绩差股表现出色。不过，我们认为这种风格特征持续性不强，一方面，小盘股的上涨缺乏业绩支撑，股价受到估值的压力；另一方面，大盘股持续调整后，风险已经有所释放，这将为市场整体企稳和风格转换创造条件。

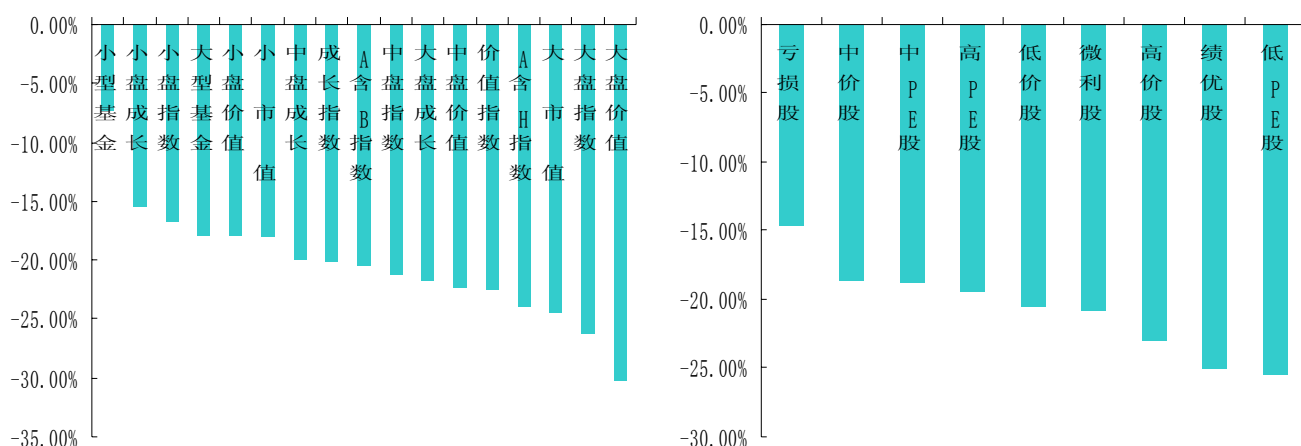
天相行业指数方面，除了医药流通、化学药两个行业指数上涨之外，其余行业指数全部下跌，跌幅居前的行业是：证券、钢铁、煤炭。行业指数表现出的特征是：资产资源类、周期性行业跌幅居前，防御性、弱周期性行业表现稳定。出现这种现象的原因是：始于二季度的通胀预期开始退温，投资者在资产资源类品种上过重的配置比例需要调整，强周期性行业前期的股价涨幅需要接受中报业绩的检验。在市场调整的时候，弱周期性行业受到避险资金防御性配置的推动而表现良好。

图表 1：8月指数冲高回落



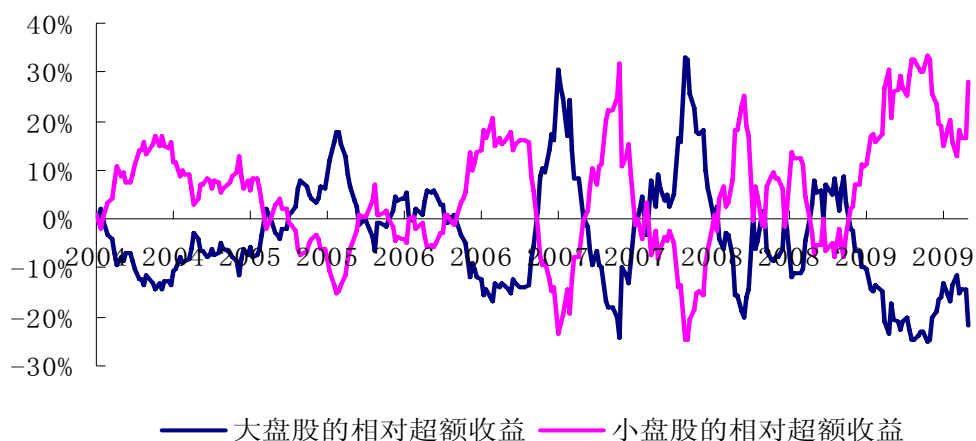
资料来源：天相整理

图表 2：天相风格、特征指数月涨跌幅



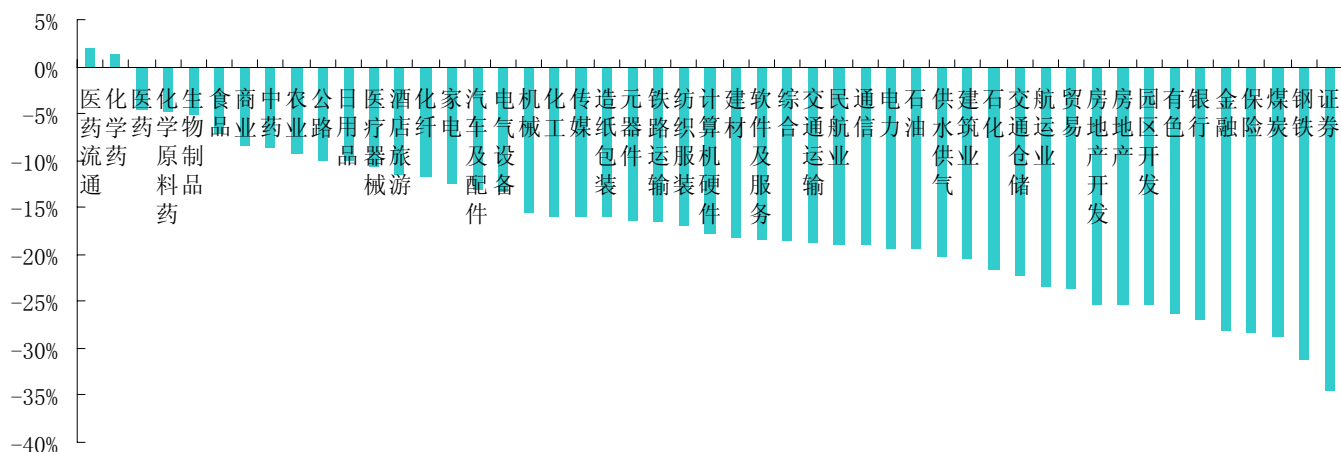
资料来源：天相整理

图表 3：风格切换压力进一步显现



资料来源：天相整理

图表 4：天相行业涨跌幅



资料来源：天相整理

1.2 不稳定因素导致调整

对于 8 月股市的振荡调整，我们认为主要是由以下不稳定因素导致的：

一、估值水平上的不稳定。在上市公司的 2009 年一季报出炉后，我们在 5 月份的投资策略报告《市场进入结构调整期》中，按照当时的盈利情况测算出 2009 年全部 A 股净利润增速为 13.79%。对于处在经济复苏期的股市，15 倍至 25 倍的市盈率是市场能够接受的，25 倍以上则存在估值的压力。按照这样的判断依据，我们测算的上证指数波动区间是 2087 点—3479 点。上证指数在 8 月 4 日创出本轮上涨以来的最高点位 3478 点，距我们的预测值仅一点之差。在价格处于高位的情况下，市场出现认识上的分歧，导致市场出现振荡调整。

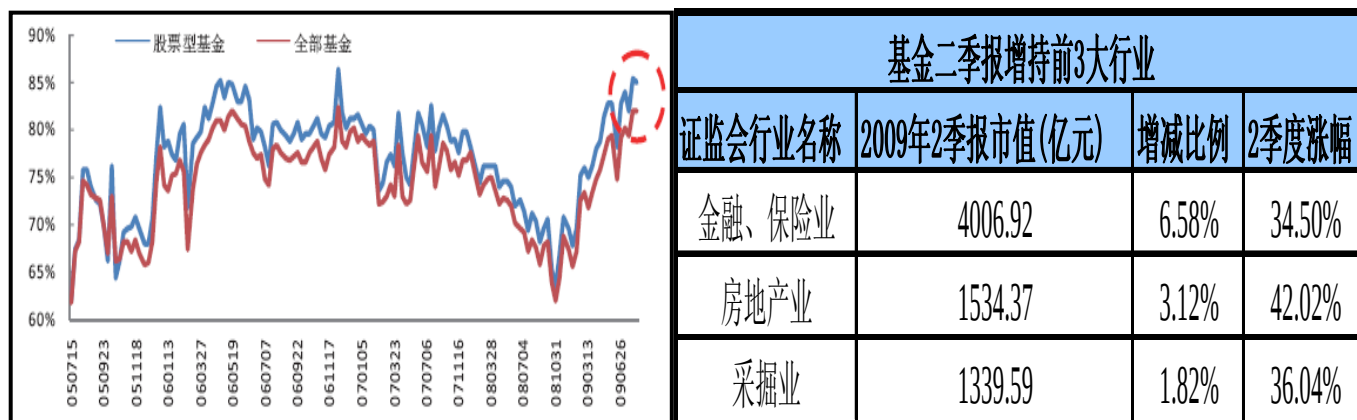
图表 5：上证指数敏感性分析

2009PE\2009G	-10%	-6%	-2%	2%	6%	10%	14%	18%	22%	26%
9倍	989	1033	1077	1120	1164	1208	1252	1296	1340	1384
12倍	1318	1377	1435	1494	1553	1611	1670	1728	1787	1846
15倍	1648	1721	1794	1867	1941	2014	2087	2160	2234	2307
18倍	1977	2065	2153	2241	2329	2417	2505	2593	2680	2768
20倍	2197	2295	2392	2490	2588	2685	2783	2881	2978	3076
22倍	2417	2524	2632	2739	2846	2954	3061	3169	3276	3383
25倍	2746	2868	2990	3112	3235	3357	3479	3601	3723	3845
30倍	3296	3442	3589	3735	3881	4028	4174	4321	4467	4614
35倍	3845	4016	4187	4357	4528	4699	4870	5041	5212	5383

资料来源：天相整理

二、机构配置上的不稳定。主要是偏股型基金在二季度的整体仓位为 83%，处于历史最高水平，仓位水平存在调整的需要；同时，基金二季度增持比例最大的行业是：金融、地产、采掘业，同样需要调整行业配置权重，这种不稳定因素导致了市场的振荡调整。

图表 6：基金仓位和配置需要调整



资料来源：天相整理

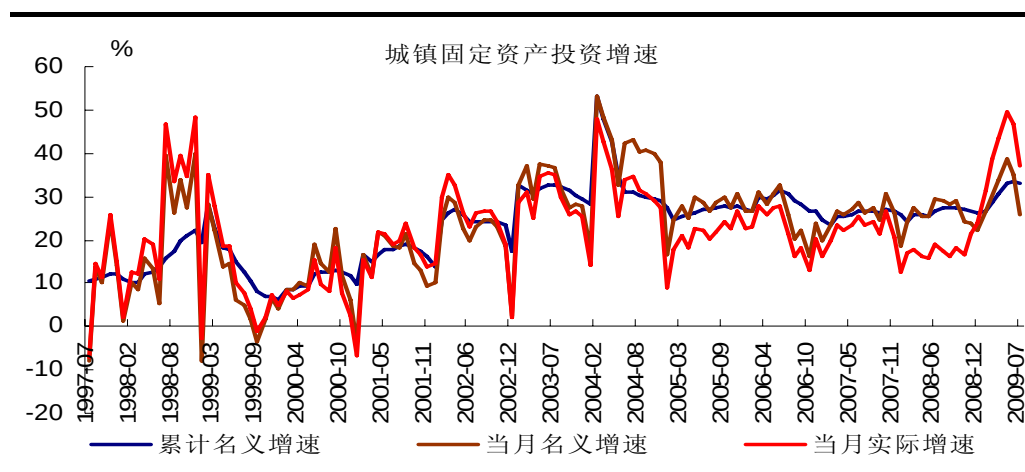
三、中期业绩形成预期上的不稳定。一方面绝对盈利为一些行业提供了估值上的支持，但股价涨幅与行业配置比例较高影响其短期的收益率；另一方面，一些强周期

行业虽然仍然处于低水平的盈利状态，显示出高估值的风险，但增长率显示出强烈的回暖预期，同时股价具有相对优势。具体表现为二季度按照预期进行投资的上游行业绝对业绩的改善程度低于预期，而钢铁、电力增长率虽高但绝对盈利水平低。盈利与增长之间的平衡也导致了市场的振荡调整。

四、政策预期上的不稳定。货币政策不同口径的解读带来不同的政策预期，从而影响投资者的判断和预期的稳定性，进而引发了市场的振荡调整。

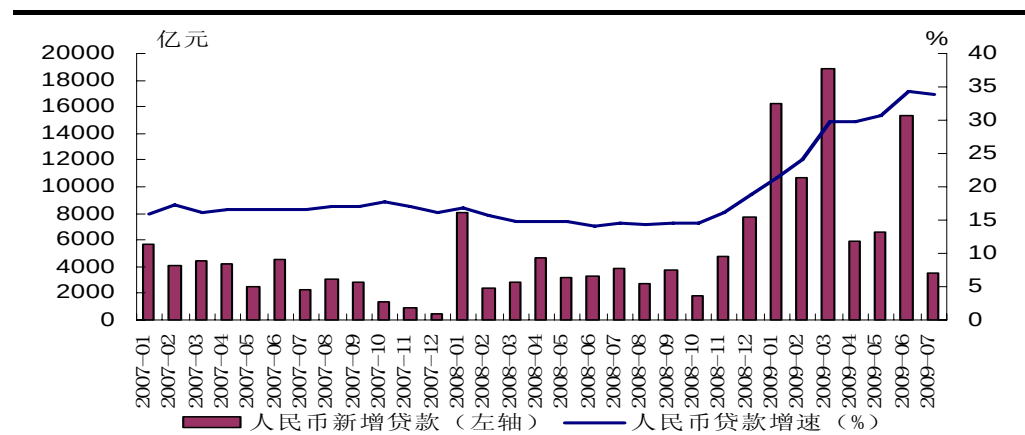
五、经济复苏预期上的不稳定。7月份的宏观数据出现了结构性的变化，包括固定资产投资增速今年首次回落、新增贷款环比大幅回落、进出口增速降幅继续扩大、物价指数继续下降。这些数据的变化引发了投资者对于经济复苏路径的分歧，反映到投资行为上，就形成了市场的振荡调整格局。

图表 7：城镇固定资产投资增速出现今年首次回落



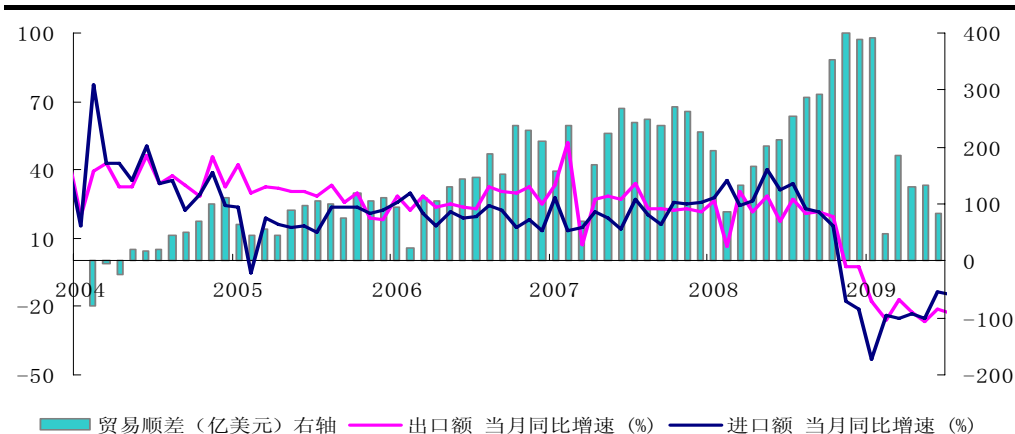
资料来源：天相整理

图表 8：新增贷款环比大幅少增



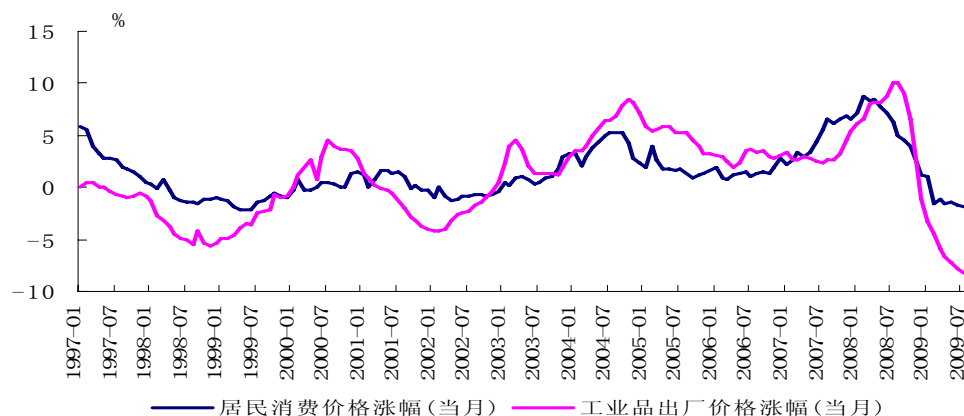
资料来源：天相整理

图表 9：进出口降幅继续扩大



资料来源：天相整理

图表 10：物价指数继续下降



资料来源：天相整理

1.3 调整属于“创造性破坏”

尽管市场存在诸多不稳定因素，但是，我们看到的支持市场方向的因素并没有发生改变。因此，我们认为市场的调整应该理解为合理的风险释放，而不是方向性的改变。

首先，从宏观经济数据来看，7 月经济数据的结构性变化并没有改变经济形势整体回升的趋势。

工业增加值增速延续反弹，重工业延续 6 月份以来的强势增长，这依然是主要得益于投资的高增长，而轻工业增速有所放缓，表明外需的疲弱和居民消费平稳。下半年工业增加值增速持续提升是确定的，但工业增加值增速的进一步提升有赖于出口的明显好转。

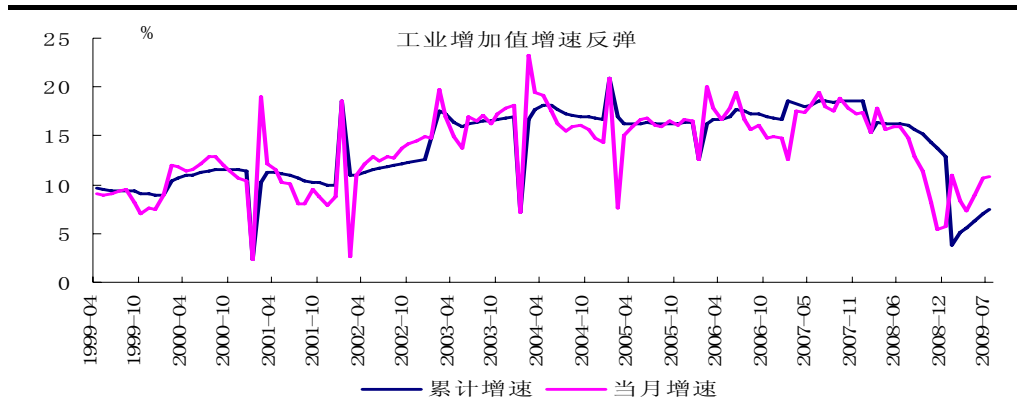
进出口降幅扩大主要与基数有关，自 3 月以来，OECD 综合领先指标已经连续四个月回升，这预示着外部经济将持续回暖，未来我国的出口形势将继续好转。从国内先行指标看，预计今年第三季度出口将逐步企稳并有所改善，第四季度出口的同比增幅将有较明显的回升。

投资数据超预期下滑主要是因为季节性因素和政府投资增速下滑导致的。由于夏季高温不利于施工作业，历史上 7 月的固定资产投资增速往往都低于 6 月。同时 7

月中央并未下发新的投资，因而导致投资增速下滑。值得关注的是，房地产开发投资累计增速已经连续 5 个月反弹。从单月数据看，从 5 月份开始房地产投资呈现加速回升的态势。

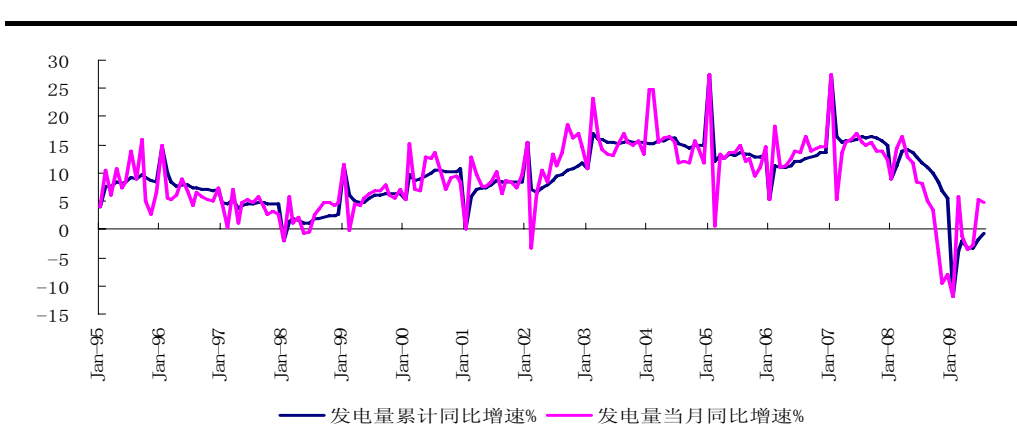
消费及物价方面，汽车销售的强劲增长以及房地产市场的回暖仍然是消费稳定增长的重要动力。CPI 进一步下滑是因为新涨价因素减少和翘尾因素减弱，PPI 进一步下滑是因为基期为去年月度最高的原因，预计 PPI 将在 8 月开始触底回升。

图表 11：工业增加值增速继续反弹



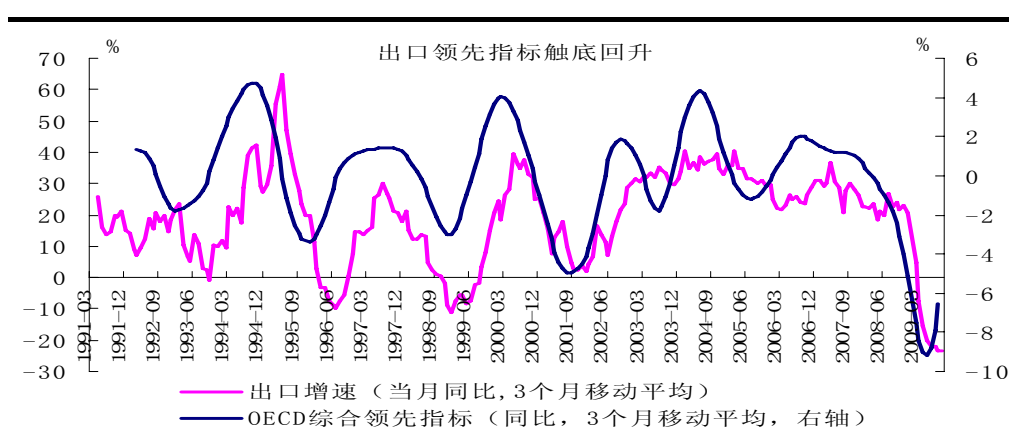
资料来源：天相整理

图表 12：发电量显示重工业延续强势增长



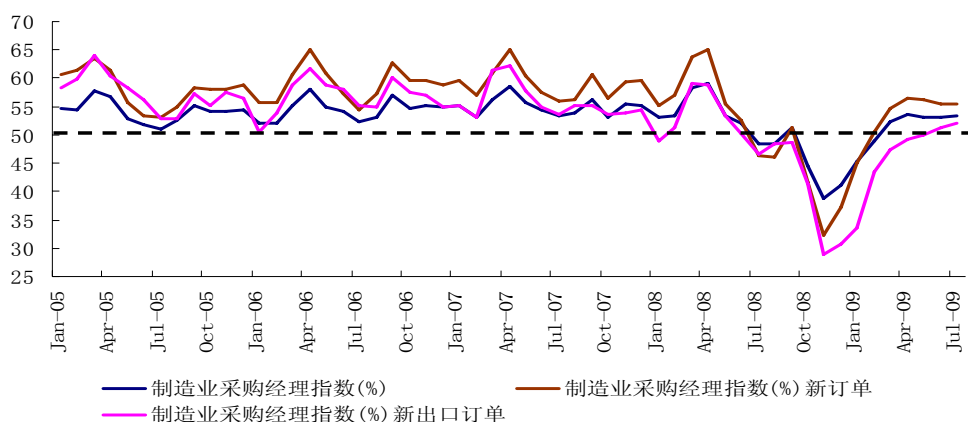
资料来源：天相整理

图表 13：领先指标预示外部经济将回暖



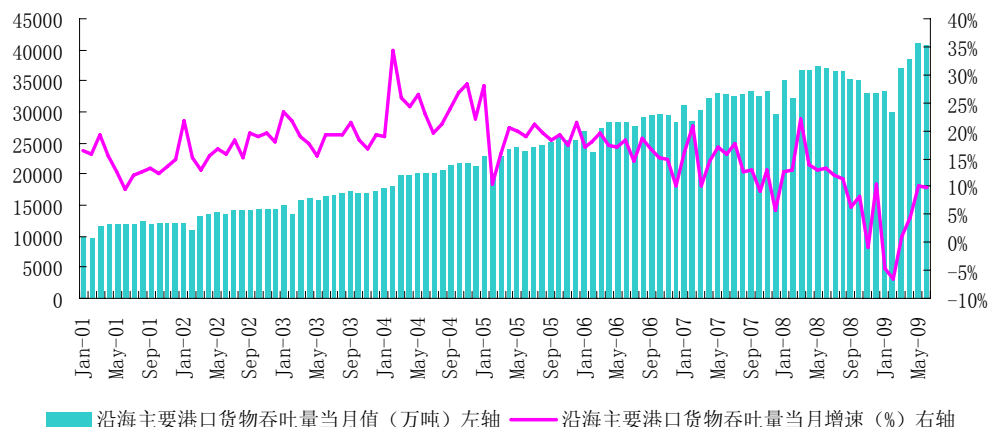
资料来源：天相整理

图表 14：7 月国内新出口订单指数继续回升站稳临界点



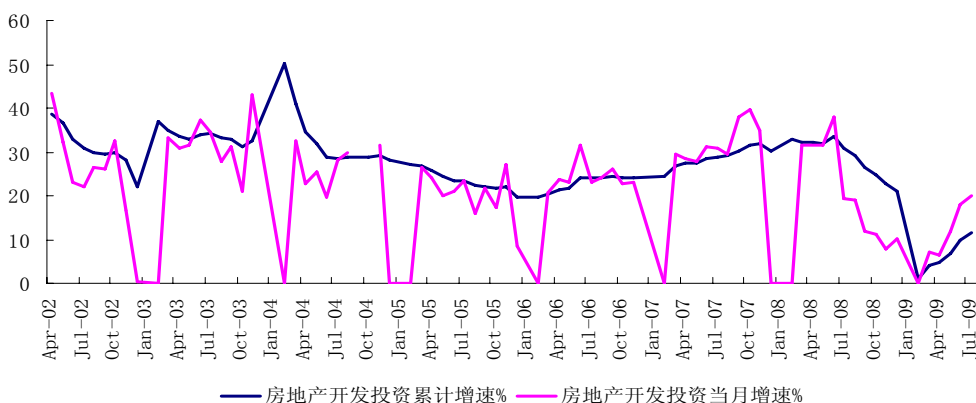
资料来源：天相整理

图表 15：港口货物吞吐量增速回升



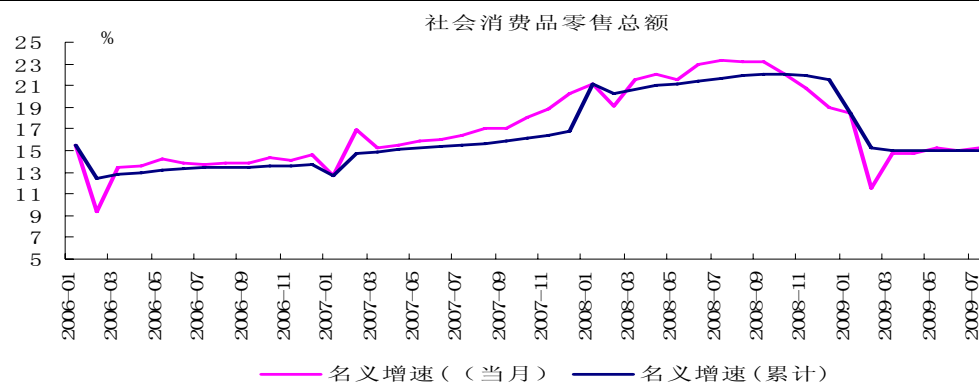
资料来源：天相整理

图表 16：房地产开发投资累计增速连续 5 个月反弹



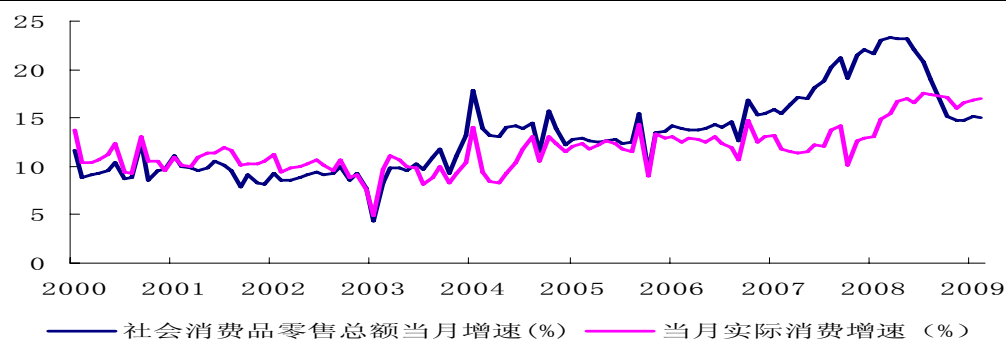
资料来源：天相整理

图表 17: 消费品零售总额平稳增长



资料来源: 天相整理

图表 18: 实际消费增速增长较快

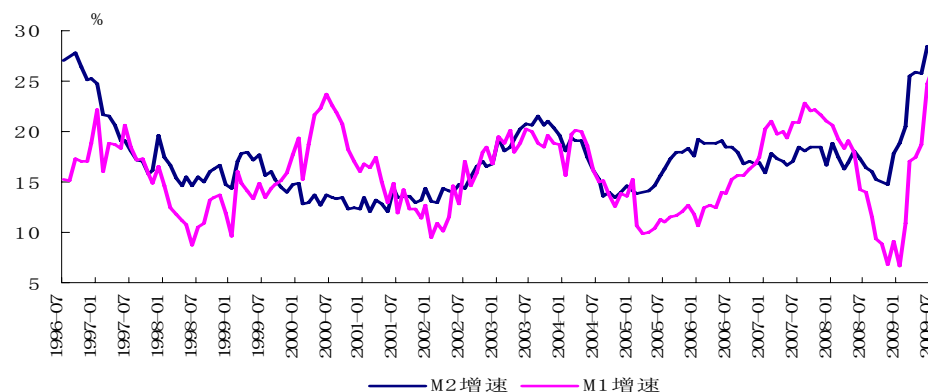


资料来源: 天相整理

其次,从流动性来看,当前的货币供应量增速继续攀升,处于历史高位。对于新增贷款环比回落对流动性影响的判断,需要区别宏观经济的流动性和股票市场的流动性。新增贷款只是宏观经济中流动性的一部分,经历了上半年的大量投放之后,下半年的回落是预期中的。对于流动性的判断,不能仅以新增贷款为标准,还需要关注在经常项目和资本项目下双顺差的背景下,外汇占款增加导致的流动性宽松。

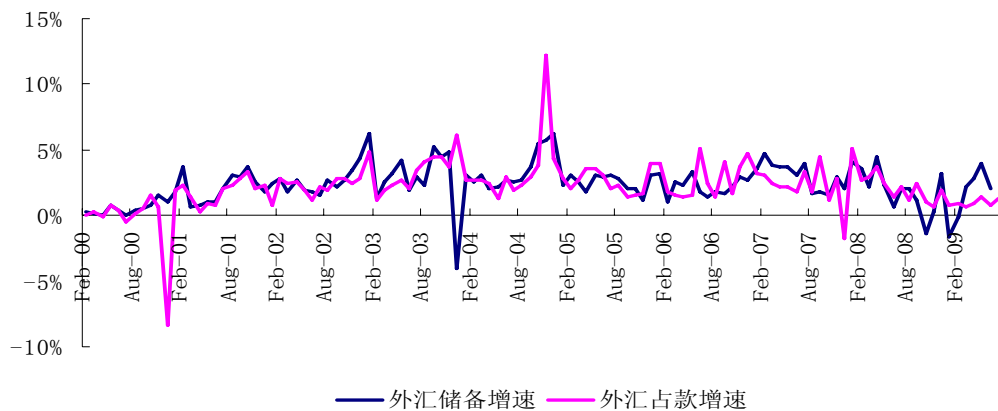
对于股票市场的流动性,货币活化和居民财富转移是最关键的趋势判断指标。从M1-M2的增速差收窄、居民储蓄存款增速下降、股票基金开户数上升这些现象来看,都说明储蓄搬家的过程仍在进行,也说明股市的流动性依然没有出现趋势性的转变。

图表 19: 货币供应增速继续攀升



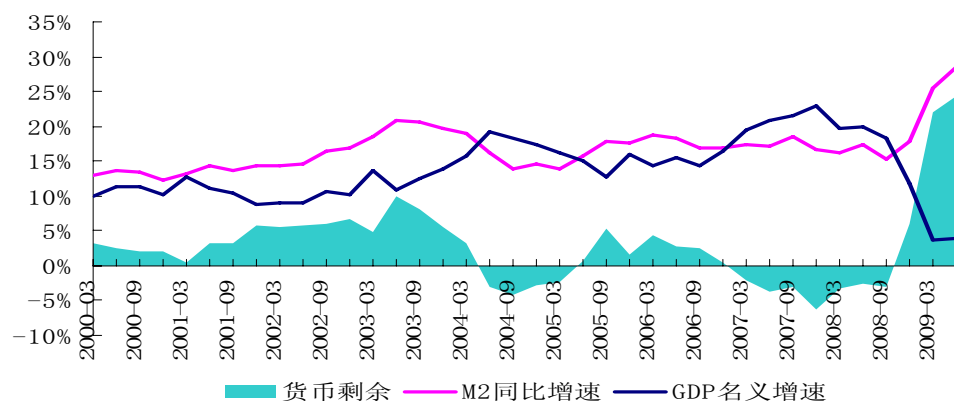
资料来源：天相整理

图表 20：外汇占款增速回升增加基础货币投放



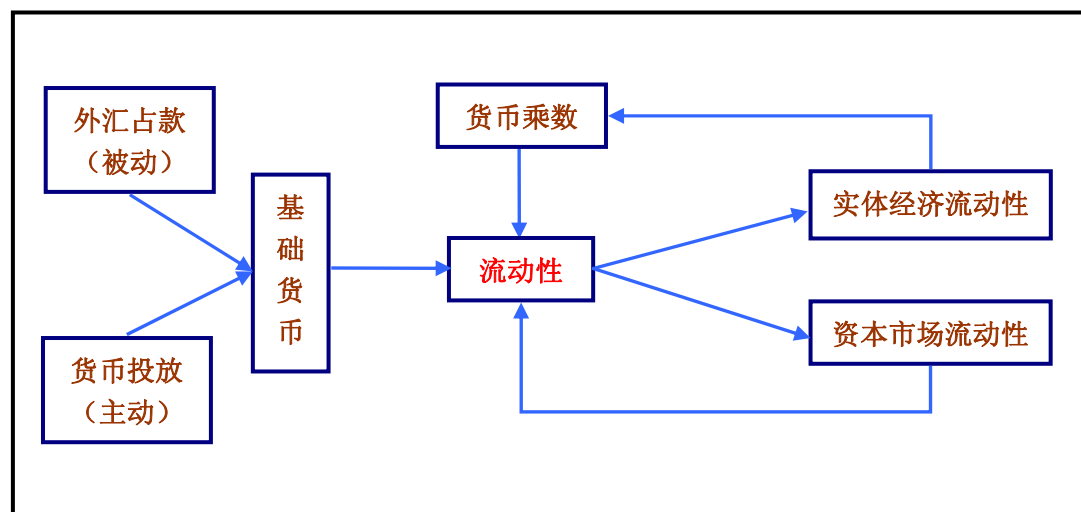
资料来源：天相整理

图表 21：货币剩余将维持正值



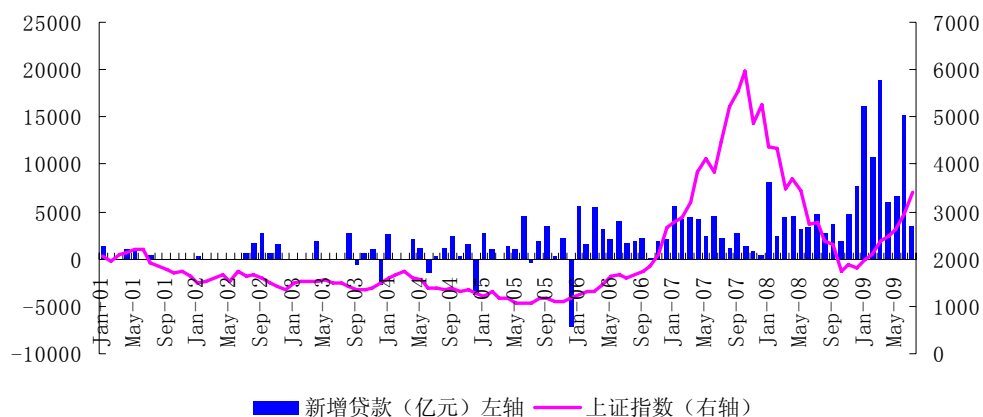
资料来源：天相整理

图表 22：流动性结构分解



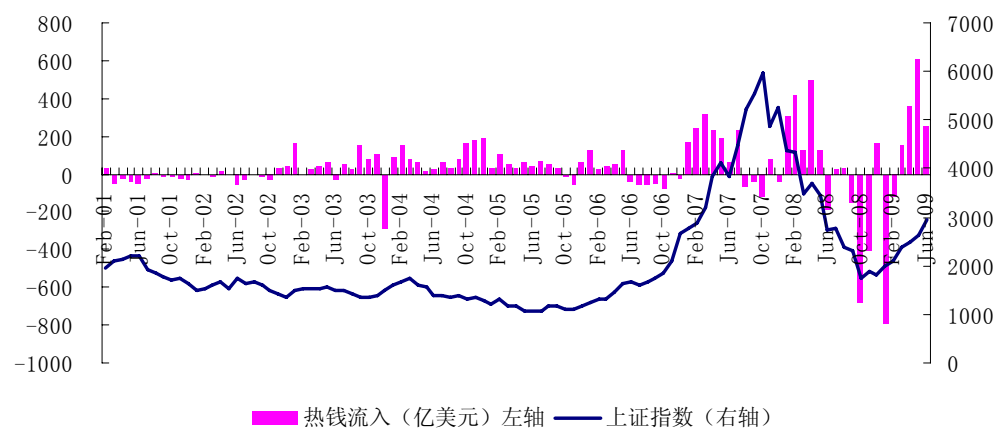
资料来源：天相整理

图表 23: 新增贷款与股市相关性



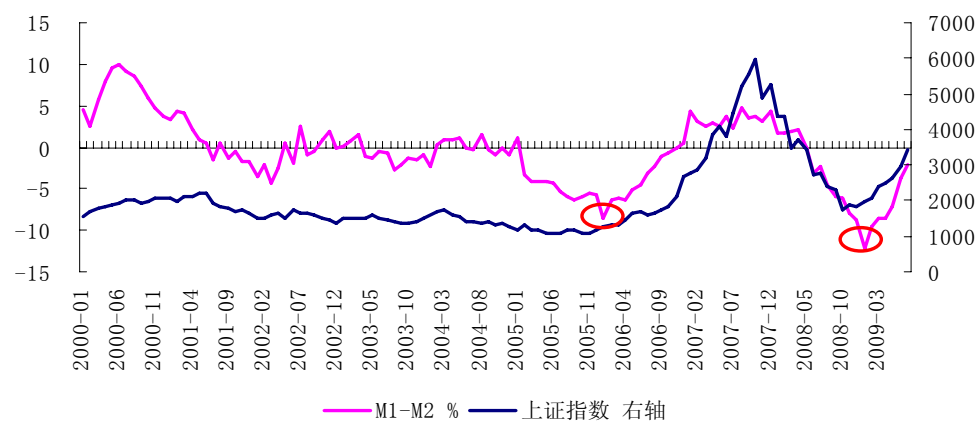
资料来源: 天相整理

图表 24: 热钱流动对股市影响



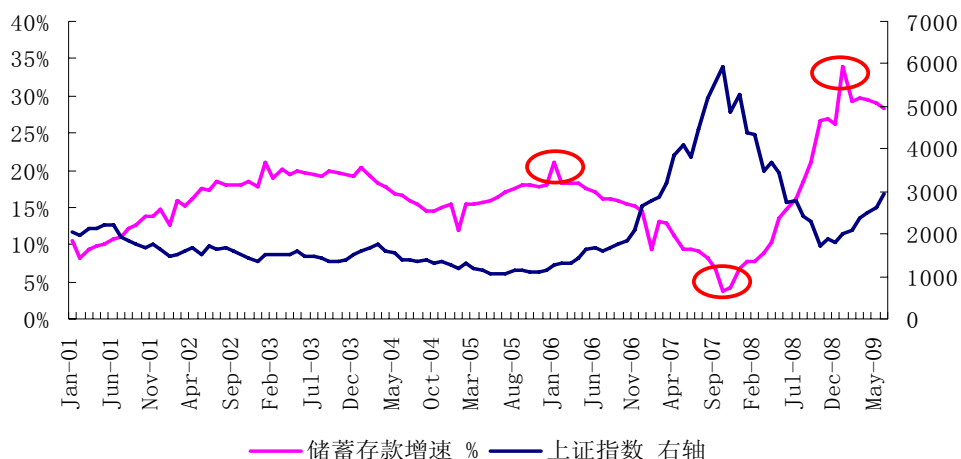
资料来源: 天相整理

图表 25: 货币活化与股市运行明显正相关



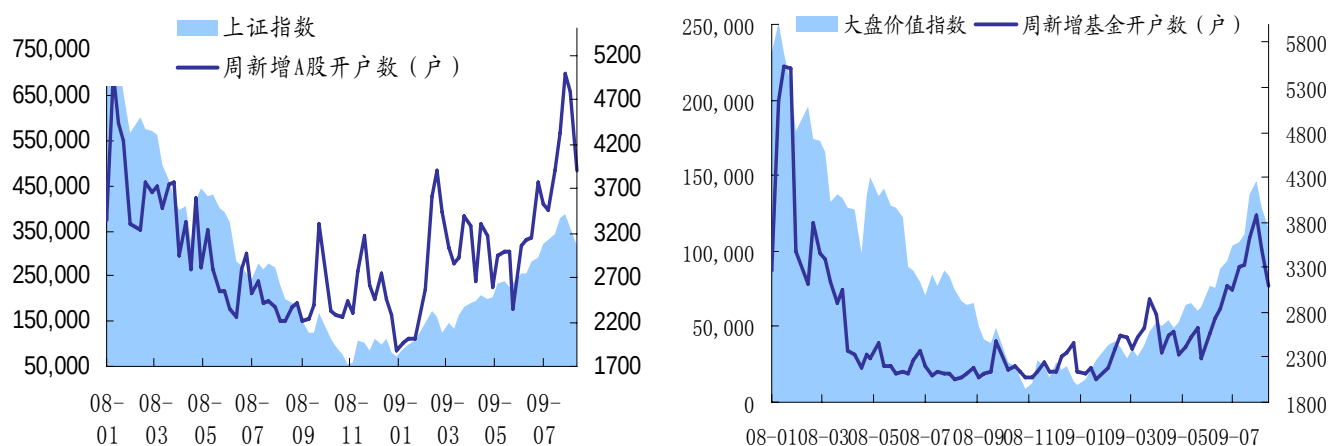
资料来源: 天相整理

图表 26: 储蓄存款增速与股市明显负相关



资料来源：天相整理

图表 27：股票、基金开户数持续上升意味着储蓄搬家依然延续



资料来源：天相整理

由此可见，市场振荡是一种不稳定状态，并不是方向上的改变。因此，按照我们中期策略报告《创造性破坏与趋势性增长》中的“创造性破坏”思想来分析，大的调整将带来大的投资机会。

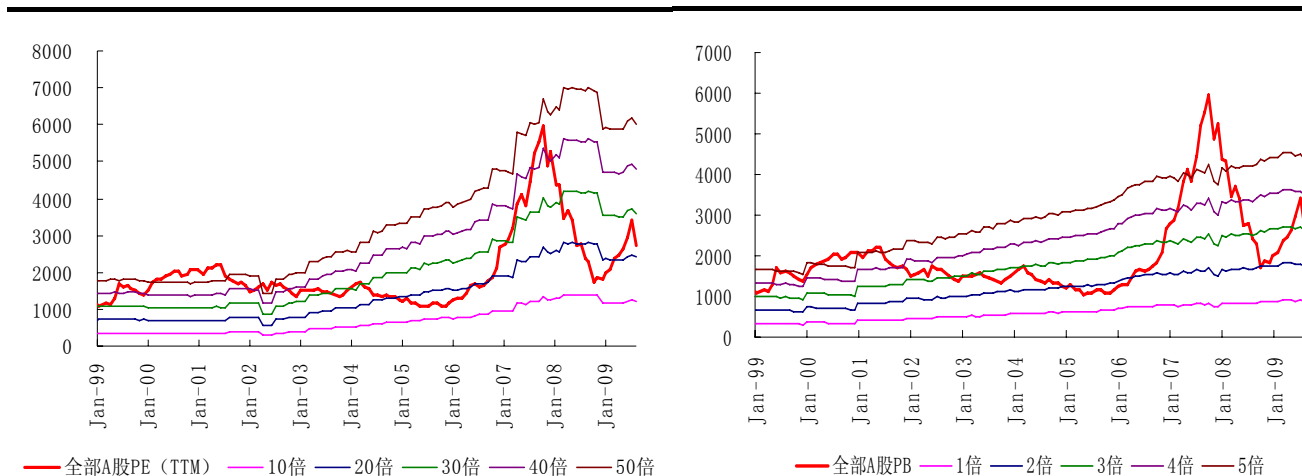
2 9月展望：再度值得珍惜的投资机会

经历了8月份的大幅调整之后，9月份股市将进入振荡筑底、消化分歧的阶段，在影响股市的不稳定因素趋于明朗之后，市场的分歧将趋于稳定并有望形成新的上涨预期。

2.1 估值已经处于合理区域

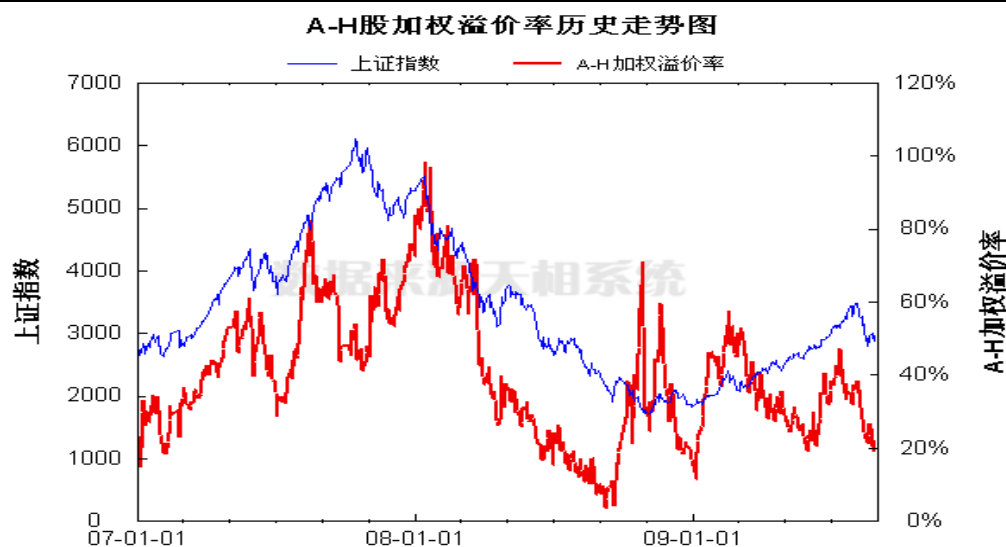
经历了大幅下跌之后，从估值的纵向和横向比较来看，当前股市已经进入了具备投资价值的区域。目前的估值水平显示，全部A股当前的不含亏损、总股本加权的滚动市盈率为23.50倍，市净率为3.22倍，已经处于较为合理的区域。同时，目前市场的AH溢价率仅为18.62%，也已经处于历史低位区域。

图表 28：沪深股市当前估值水平渐趋合理



资料来源：天相整理

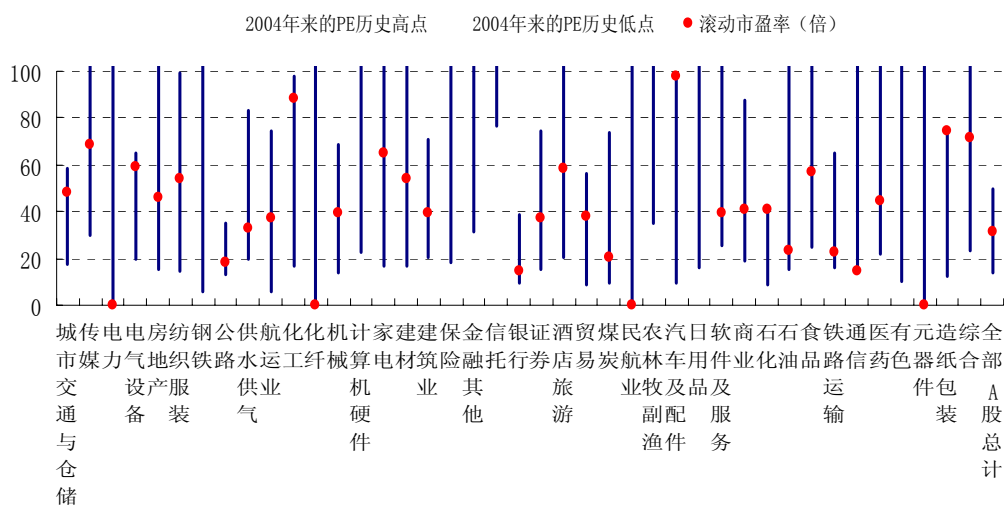
图表 29：当前 AH 溢价率处于历史低位



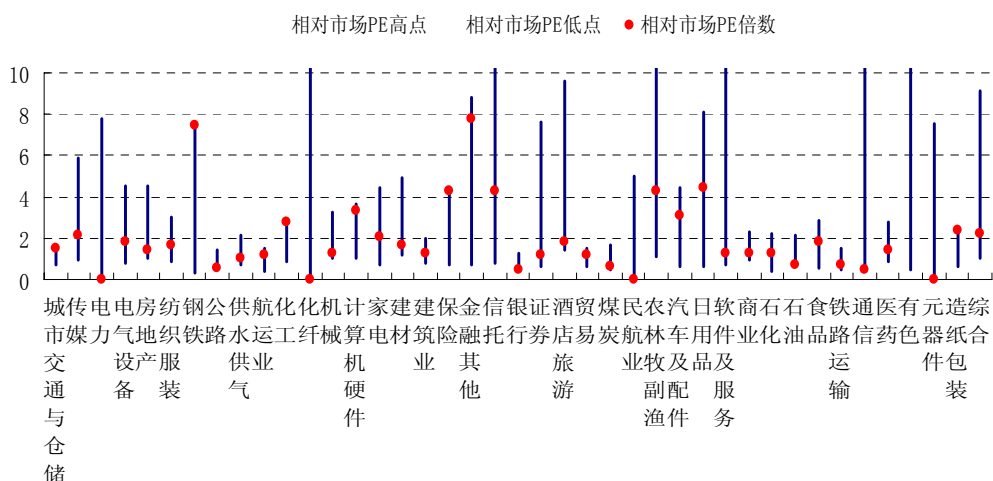
资料来源：天相整理

分行业来看，从行业的 PE 历史比较来看，公路、银行、煤炭、软件及服务、石

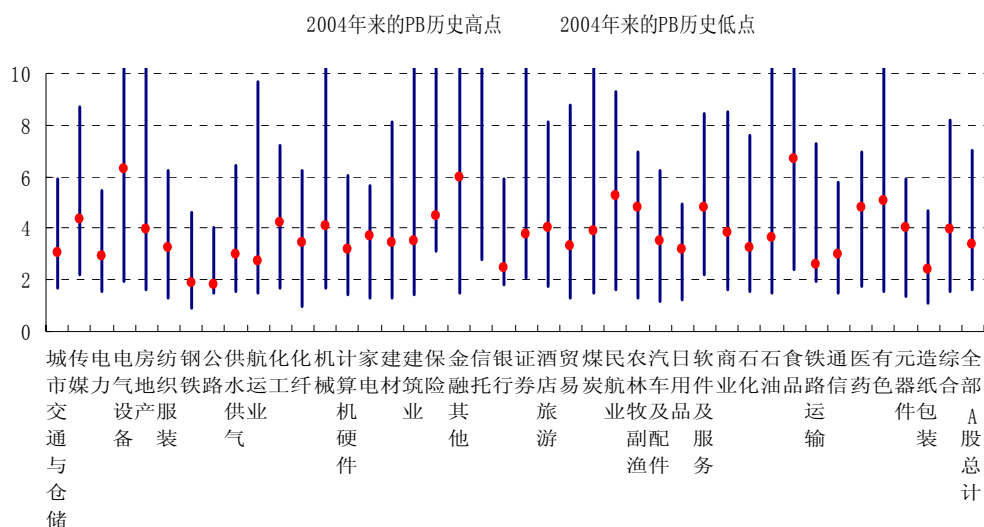
图表 30: 行业 PE 历史比较



图表 31：行业相对市场的 PE 倍数比较

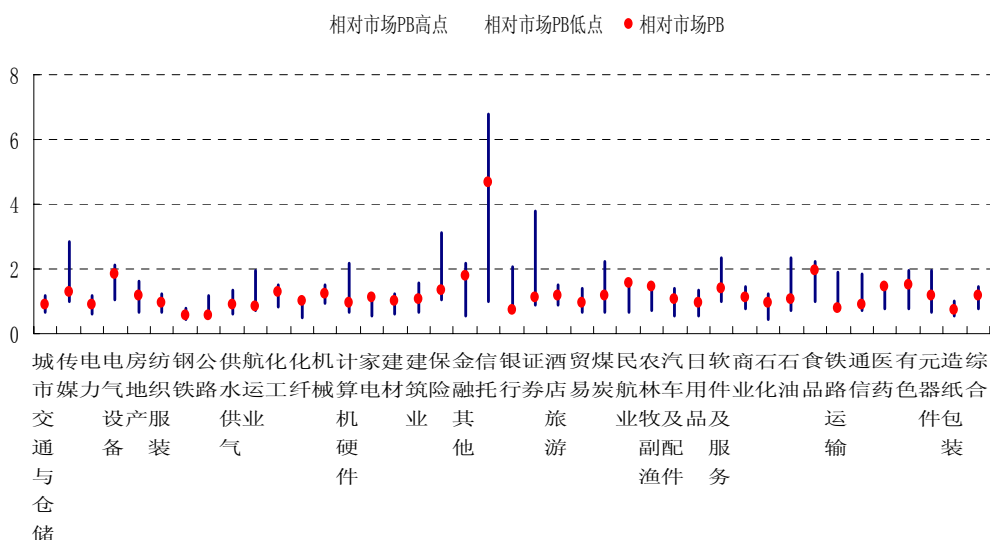


图表 32：行业 PB 历史比较



资料来源：天相整理

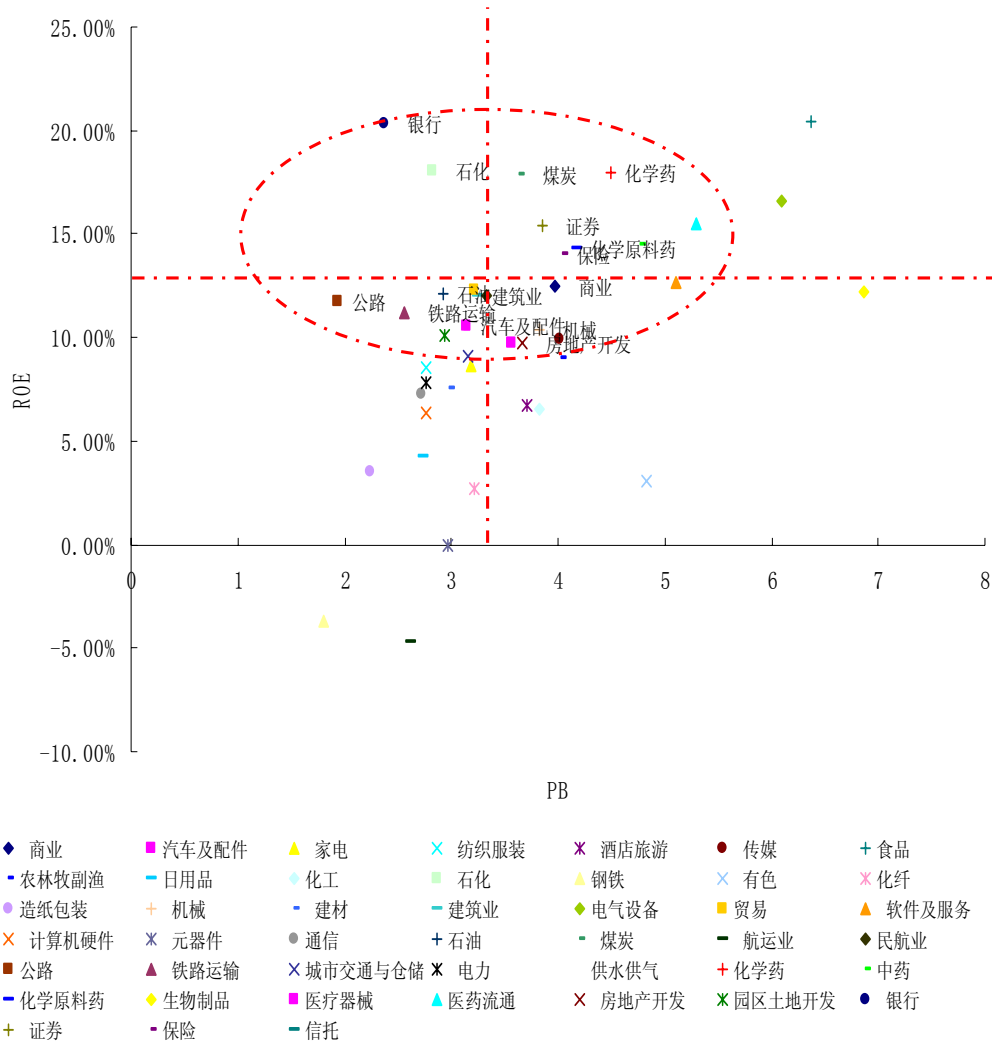
图表 33：行业相对市场的 PB 倍数比较



资料来源：天相整理

综合比较行业的 ROE 与 PB 后可以发现，银行、石化、煤炭、证券、化学原料药、保险、商业、石油、建筑业、公路、铁路运输、汽车及配件、机械、房地产开发等行业具有盈利和估值综合性的优势。

图表 34：行业 ROE、PB 比较



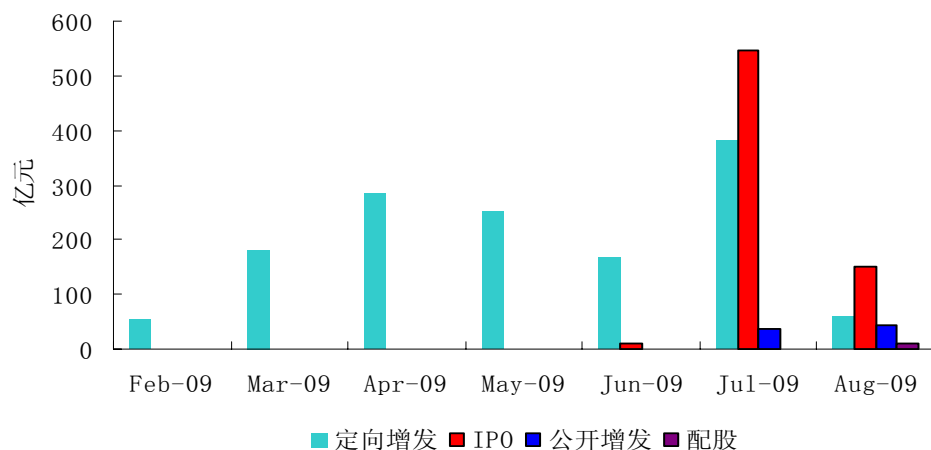
资料来源：天相整理

2.2 供求关系成为影响市场的重要因素

从供求关系来看，新股的发行频率和规模成为市场的重要影响因素。自6月份新股发行重新开闸以来，IPO扩容压力开始增加。今年整个市场面临的供求关系已经改变，供给是持续增加的，需求则是不稳定的。短期内IPO是重要的衡量供求关系和监管部门态度的指标，如IPO不能做出适当的让步，股市很难走强。这已经是历次牛市上涨格局下影响大盘的重要因素。

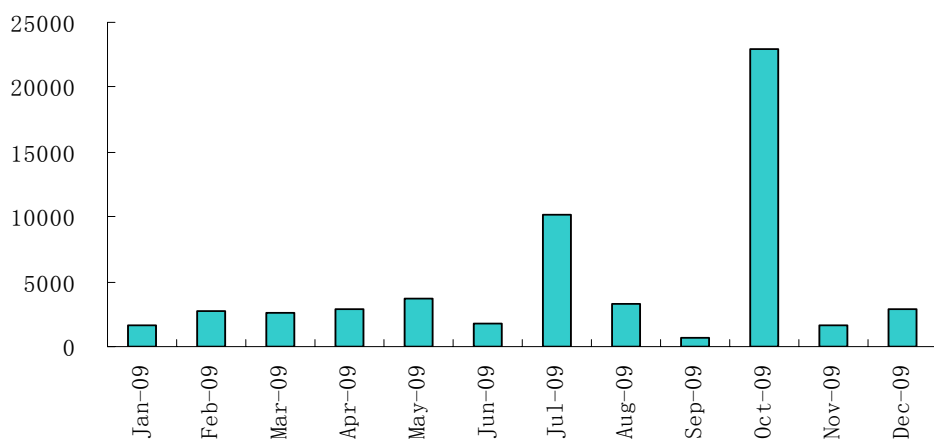
但我们回头看，IPO基本又不改变大盘的方向，其主要影响在于预期的不稳定或者解读为政策不希望大盘上涨。在大盘走弱成为影响到新股发行时，新股的发行节奏就会放缓，从而迎来反弹。当然，市场也会通过新股上市后的价格来判断，当光大证券、中国建筑等次新股的价格跌近发行价时，就是大盘转好的一个信号。只不过，这种情况一旦出现，大盘的回调幅度会较大。按照光大证券、中国建筑的当前股价，即使回落到发行价，大盘进一步下探的空间也不值得太为悲观。

图表 35：新股开闸后资金需求增加



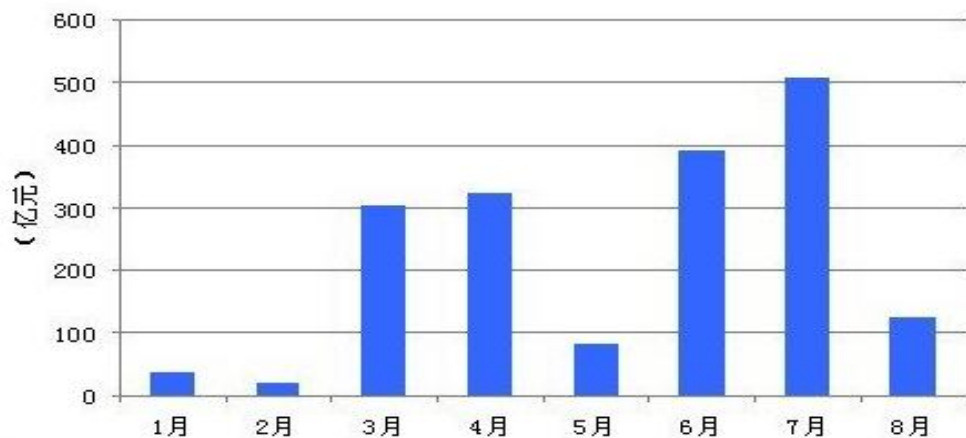
资料来源：天相整理

图表 36：9 月份解禁压力减小



资料来源：天相整理

图表 37：09 年以来各月新基金募集资金



资料来源：天相整理

图表 38：近期新发基金概况

近期新发基金一览表				
基金名称	基金公司	基金类型	集中认购期	基金经理
上证中央企业 50 交易型开放式指数基金	工银瑞信	指数型	09.07.20—09.08.20	胡文彪
国联安主题驱动股票型基金	国联安	股票型	09.07.20—09.08.21	陈苏桥
信诚优胜精选股票型基金	信诚	股票型	09.07.22—09.08.21	黄小坚
金元比联价值增长股票型基金	金元比联	股票型	09.07.27—09.08.26	万文俊
易方达沪深 300 指数基金	易方达	指数型	09.07.28—09.08.28	林飞
富兰克林国海沪深 300 指数增强型基金	国海富兰克林	指数型	09.07.30—09.08.31	赵晓东
中银中证 100 指数增强型基金	中银	指数型	09.07.31—09.08.31	吴域、陈军
鹏华精选成长股票型基金	鹏华	股票型	09.08.04—09.09.04	程世杰
大成行业轮动股票型基金	大成	股票型	09.08.05—09.08.28	姚琰
诺德成长优势股票型基金	诺德	股票型	09.08.10—09.09.10	张学东
摩根士丹利华鑫领先优势股票型基金	摩根士丹利华鑫	股票型	09.08.17—09.09.18	项志群

资料来源：天相整理

2.3 不稳定因素明朗将使预期稳定

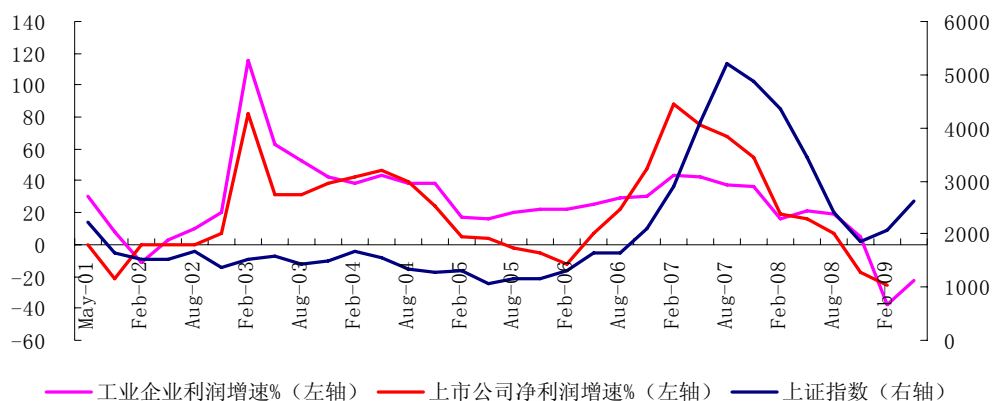
综上所述，从基本价值支撑的角度来考虑，当前市场的调整可以理解为正在进入投资区域。在经济复苏期市场可以接受 20 倍左右的市盈率，25 倍则有一定高估风险。在上证指数达到我们预期的上限 3479 后，现在正在接受下限的考验。

但价格进入价值区域并不意味着会马上企稳，因为恐惧正在使得市场进入惯性下跌阶段。在股市上涨 7 个月后，积累的抛售动能需要很大的释放空间。结合前面的估值和供求关系来判断，可以给出的结论是上证指数进一步下跌的空间已经有限。

需要强调的是，我们还是坚持从“创造性破坏”的角度来理解市场，如果去年底上证指数在 2000 点上下是通过“创造性破坏”给投资者提供的最好投资时机，那么，现在股市的“创造性破坏”则正在给投资者提供上涨趋势中新的投资机会。

在进行分析时，一方面我们从趋势的角度来看待市场的方向，另一方面我们也不得不敬畏市场的选择。当前市场正在经受多种不确定性的考验，这些不确定性应该会在 9 月中上旬明朗，特别是企业盈利的好转和经济进一步的复苏。

图表 39：企业盈利是股市运行的基础



资料来源：天相整理

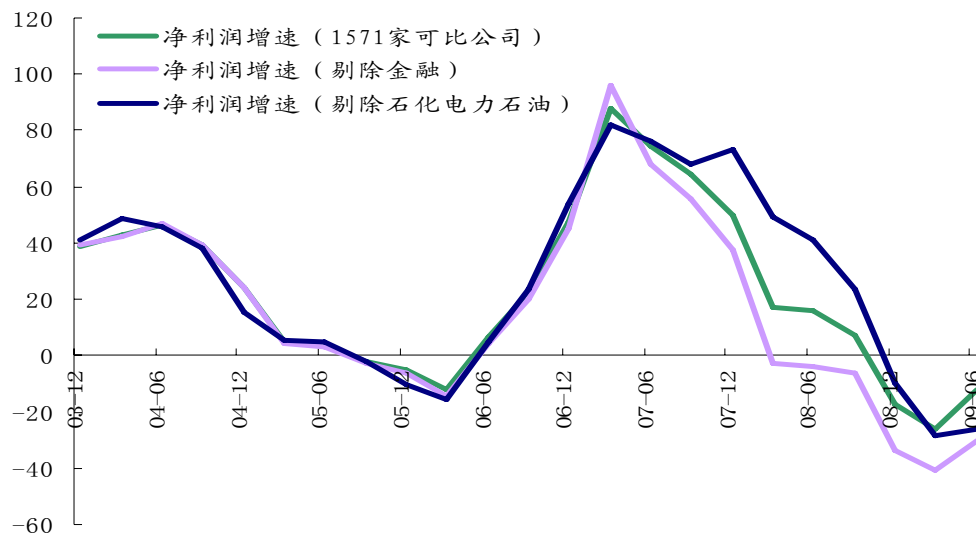
3 中报解析：向好的业绩预期基本实现

3.1 上市公司盈利环比大幅增长

截止 8 月 31 日，沪深两市累计 1586 家公司披露了中报，2009 年上半年实现归属母公司所有者的净利润合计 4822.68 亿元。剔除不可比公司，1571 家公司实现归属母公司所有者净利润 4776.32 亿元，同比下降 15.11%，相较 2009 年一季度，单季环比增长 35.01%。上市公司业绩仍然呈现出同比下滑，环比回升的态势。

剔除金融行业，2009 年上半年可比上市公司净利润同比下降 30.13%；二季度环比增长 69.75%；剔除电力、石油、石化行业，可比上市公司净利润同比下降 26.25%，二季度环比增长 28.02%。

图表 40：上市公司净利润增速（累计增速）



资料来源：天相整理

3.2 行业全面复苏的信号逐渐清晰

从这 1571 家公司 2009 年半年报行业利润结构来看，行业利润集中度和一季度相比有所降低。今年二季度，银行、石化、保险、房地产和煤炭等行业的利润位居行业比重的前 5 位，五个行业占总利润的 70%，一季度利润占比最大的前 5 个行业累计利润占比为 78%。其中银行业利润比重变化最大，由一季度的 52.20% 下降到 40.93%，煤炭利润占比也呈下降态势，石油、石化和保险的利润占比显著提高。

图表 41：二季度利润占比前 5 位的行业

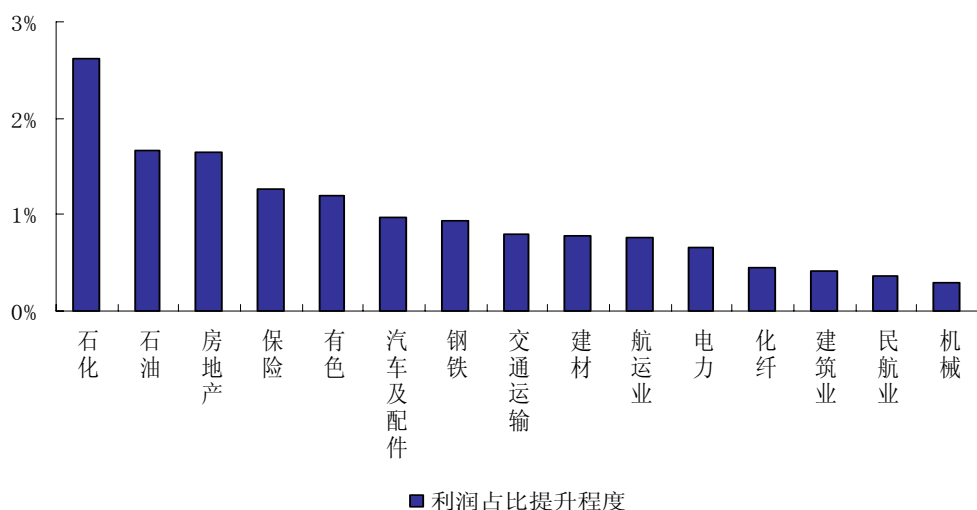
行业	银行	石油	石化	煤炭	保险
一季度利润比重	52.20%	9.63%	7.60%	5.52%	3.50%
二季度利润比重	40.93%	11.29%	8.14%	5.17%	4.77%

资料来源：天相整理

从一、二季度利润占比变化情况来看，盈利曾经被价格扭曲的行业、受益于大规模经济刺激计划的行业、资产减值损失影响消除的行业和上游原材料价格低位运行且下游需求回暖的行业利润提升程度最大。石化、石油、房地产、保险、有色、汽车和

化纤等行业共同占据利润占比提高榜前 15 名。

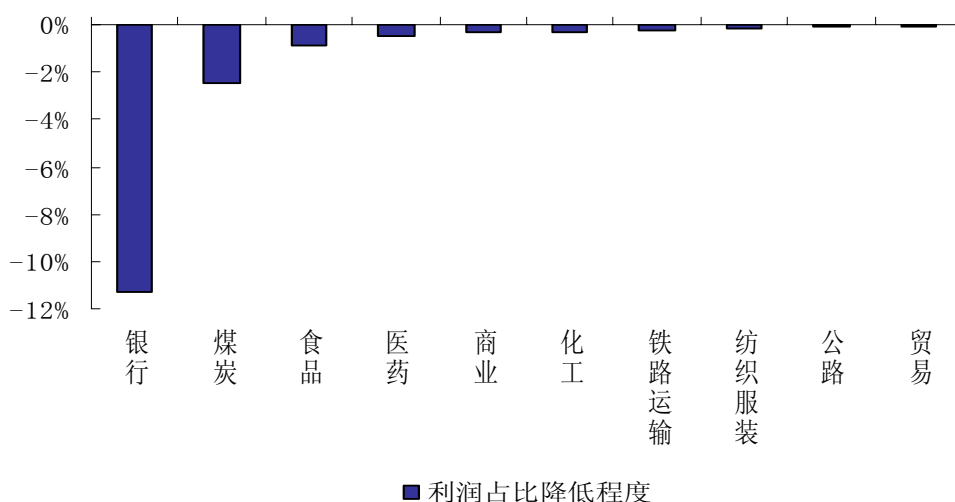
图表 42：2009 年二季度行业利润比重提高最大的行业



资料来源：天相整理

二季度银行、煤炭、食品和医药等行业的利润占比和一季度相比大幅降低，其中银行下降幅度为 11.28 个百分点。我们认为这并不是银行的盈利能力下降，而是其他强周期性行业的复苏导致了利润占比的相对变化，同时我们也主要到医药、商业、铁路运输和公路等弱周期性行业由于同样的原因，利润占比下降。

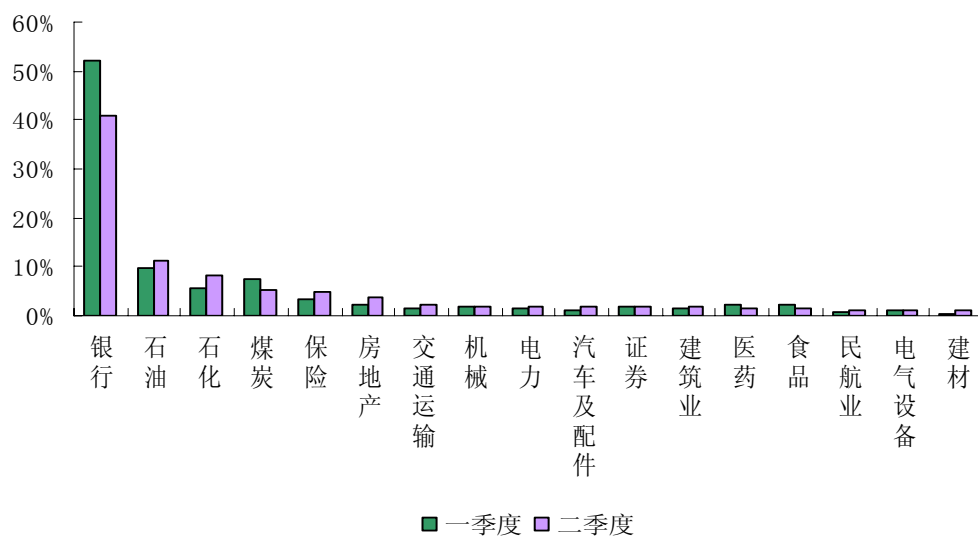
图表 43：2009 年二季度行业利润比重下降最大的行业



资料来源：天相整理

总体来看，银行的利润仍然占据上市公司利润总额的半壁江山，石油、石化、保险、房地产和煤炭等行业利润也排在前列。

图表 44：2009 年二季度行业利润比重前 20 位

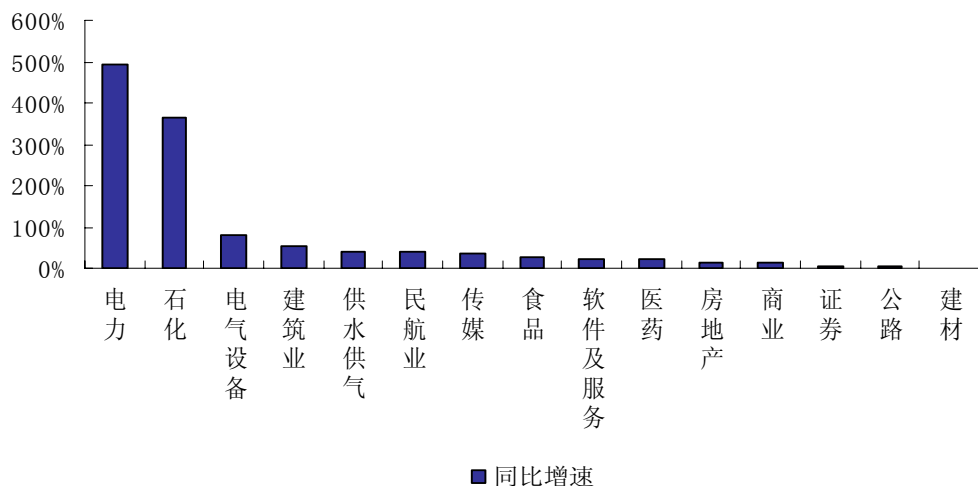


资料来源：天相整理

从行业利润增长速度来看，电力、石化、造纸包装等行业盈利增长强劲。

以这 1571 家可比上市公司为样本，电力行业盈利改善情况最为显著，上半年利润同比增长 495%。石化行业上半年实现利润 343 亿元，同比增长 363%，电气设备和建筑业利润同比增速也都超过了 50%，供水供气、民航业、传媒、食品、软件、医药、房地产、商业、证券、建材和公路等行业实现了同比正增长。其他行业利润同比仍为负增长，其中钢铁、元器件和航运业三个行业今年上半年处于亏损的状态。

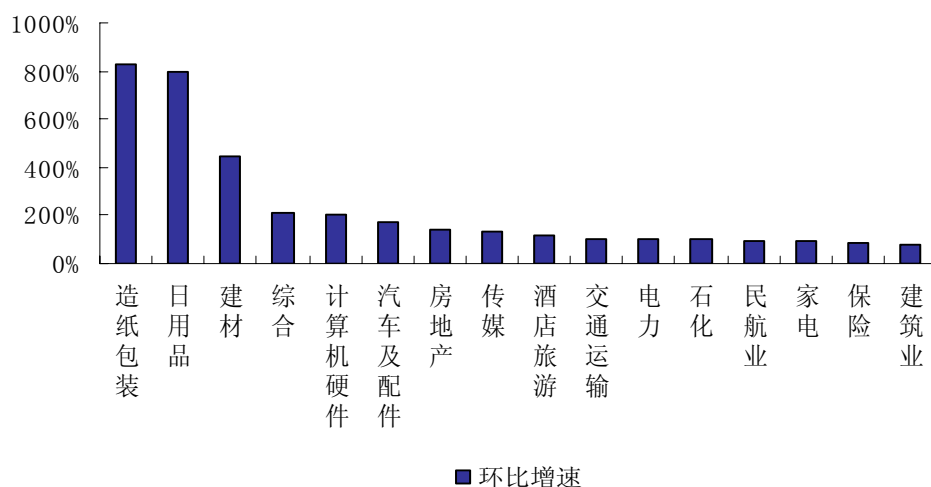
图表 45：2009 年上半年利润同比正增长的行业



资料来源：天相整理

今年二季度，41 个天相行业中有 34 个行业实现了利润环比正增长，其中化纤、有色和元器件行业实现了扭亏，航运业和钢铁亏损程度降低。造纸包装、日用品、建材、计算机硬件、综合、房地产、汽车、传媒、酒店旅游、交通运输、电力、石化、等 12 个行业环比增速超过了 100%，民航、家电、保险和建筑业等行业增速超过了 60%。从环比增长情况来看，上市公司盈利状况进一步向好的信号更加清晰。

图表 46：2009 年二季度利润环比增速大于 60%的行业



资料来源：天相整理

从中报业绩来看，企业盈利正在加快好转。我们认为经济复苏正在按照以下的路径进行：首先是去库存化和对扭曲的价格的修正，这甩掉了资产减值损失的包袱，理顺了价格传导关系，有色、煤炭、电力和石化等行业盈利状况率先好转；然后是受益于大规模固定资产投资和稳定消费需求的行业的复苏，房地产、汽车等行业带动机械、建筑、建材等行业需求回暖；接下来造纸包装、化纤、机电产品和纺织服装等行业将更多的受益于外需的拉动，走向复苏。从目前的情况来看，经济复苏仍处于第二阶段。就股市来说，电力、石化、工程机械、建筑、建材等行业会由于基本面的支撑会有较好的表现，同时建议关注景气正在提升的化纤、造纸包装和纺织服装等行业的投资机会。

4 投资策略：优先捡拾优势企业股

面对 A 股市场剧烈而迅速的调整，投资者都希望找到下一步行情上涨的驱动因素或者时间影响。我们认为，其实只要大盘消化了负面因素的影响，就具备企稳走强的基础。

大盘调整到位关键看银行和地产两大行业。现在银行和地产面临多种政策上的压力，如银监会正考虑“将银行交叉持有的其他银行次级债从附属资本中扣除”，由此将导致银行的资本充足率下降，影响贷款发放能力接近万亿；地产受的政策冲击是“国土资源部称下半年将重点清查囤而未建现象”。这两大利空政策使得银行、地产股成为大盘不稳的主要因素。

不过，由于银行、地产处于持续的调整状态，如果把当前的政策理解为最后的利空，那么，大盘企稳上涨的时日就不远了。综合前面对于 IPO 的分析，可以认为，大盘积弱似乎难以短期走强，但下跌的空间受到制约，因此，后期振荡调整的格局还会延续。

对于 9 月的股市整体上仍然可以乐观，一方面是负面因素已经得到消化，只要负面因素得到消化，不需要其它因素，大盘也会走好；另一方面是支持经济复苏、企业盈利向好的预期会更稳定；另外，维稳的信号会增加，如对于股市下跌危险性的认识，对于国庆安全因素的考虑等，政策上的暖风会越来越多。

股市暴跌之后，就像潮水退去，我们会习惯于优先捡拾最具有价值的东西。由于 A 股市场具有共涨共跌的属性，每一次大盘下跌都会泥沙俱下，所谓优势企业股、价值股也会被抛弃。而经过大跌的洗礼后，其绝对优势会更加突出。

因此，在每一次大跌后，最基本最有效的策略就是优先捡拾优势企业股，如：赛马实业、雅戈尔、葛洲坝、扬农化工、思源电气、烟台万华等。另外，就如前面的分析，如果我们认为银行、地产业已经出现最后的利空，新的买入时点正在形成。

在市场振荡调整的时候，主题投资的机会往往也比较活跃，9 月份的主题投资可以关注以下几个方面：

一、由于国庆 60 周年大阅兵渐行渐近，军工板块有望反复走强，可以关注：西仪股份、北方创业、中兵光电、成飞集成、哈飞股份、洪都航空、西飞国际等。

二、由于临近“十一”国庆长假，而且今年的长假是国庆加中秋共 8 天，可以关注酒店旅游板块，如：中青旅、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、锦江股份、三特索道等。

三、由于近期的农副产品持续涨价，同时假期有望提升消费需求，可以关注“肉蛋齐飞”下农业板块的机会，如：新五丰、福成五丰、新希望等。

四、由于《京都议定书》即将到期，而且 9 月将在纽约联合国总部召开气候变化峰会，12 月将在丹麦哥本哈根召开大会，就消减全球温室气体排放量达成新的协议，可以关注新能源板块的机会，如：天威保变、东方电气、金风科技等。

五、从历史的经验看，次新股走强都会引发大盘新的上涨契机，因此，可以关注已经上市的新股的走势，如中国建筑、桂林三金、万马电缆等。

图表 47：投资组合

公司代码	公司简称	投资评级	每股收益（元）					
			2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
601318	中国平安	增持	0.45	1.00	2.05	0.09	1.37	1.46
000002	万科	增持	0.12	0.21	0.44	0.37	0.49	0.65
600266	北京城建	增持	0.20	0.15	0.36	0.43	0.68	0.90
600449	赛马实业	增持	0.26	0.19	0.45	1.40	1.81	2.01
600177	雅戈尔	增持	0.25	0.35	1.11	0.71	0.67	0.80
600068	葛洲坝	买入	0.04	0.14	0.36	0.49	0.76	0.91
600486	扬农化工	增持	0.43	0.48	0.86	1.57	1.75	2.19
002028	思源电气	增持	0.19	0.34	0.62	0.79	1.04	1.10
600309	烟台万华	增持	0.37	0.52	0.89	0.91	0.85	1.02
600138	中青旅	买入	0.15	0.23	0.39	0.31	0.45	0.56
000876	新希望	增持	0.23	0.29	0.40	0.30	0.47	0.58
600550	天威保变	增持	0.09	0.12	0.39	0.81	0.80	1.29
600875	东方电气	增持	0.60	2.35	2.26	0.20	2.57	2.96
002202	金风科技	增持	0.08	0.23	0.45	0.65	0.83	1.07
601668	中国建筑	中性	—	0.14	0.29	0.15	0.18	0.21
000568	泸州老窖	增持	0.03	0.23	0.55	0.91	1.18	1.31
000895	双汇发展	买入	0.61	0.77	0.93	1.15	1.44	1.75
600582	天地科技	增持	0.16	0.32	0.61	0.76	0.95	1.18
002200	绿大地	买入	0.25	0.31	0.43	0.57	1.08	1.48
601699	潞安环能	增持	0.61	0.76	1.26	2.48	1.55	—

资料来源：天相整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014