

日期：2009 年 08 月 31 日



屠骏

021-53519888*1931

tujun@sigchina.com

李剑峰

021-53519888*1972

lijianfeng86@hotmail.com

俞佐杰

021-53519888*1932

yuzuojie@sigchina.com

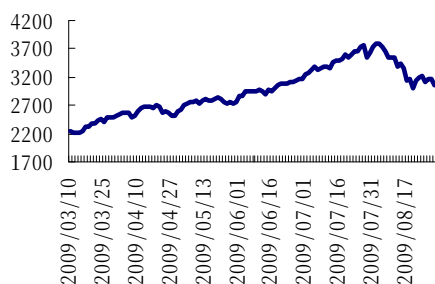
报告编号

TJ09-M0109

相关报告

投资中游：从“伏击”到“出击”

最近 3 个月沪深 300 指数表现



政策忧虑冲击估值支撑

——2009 年 9 月份 A 股市场投资策略

■ 主要观点：

信贷政策趋于从紧，财政投资又添新忧

信贷政策趋于从紧已是不争的事实，微调导致的新增流动性紧缩仍然会对市场造成冲击。上周银监会证实已向商业银行征求意见拟提高资本金要求，发改委也发布通知称近期物价上涨导致通胀预期有所增强与信贷政策过于宽松有关，同时市场关于 8 月份信贷的预期规模也一降再降，信贷政策的紧缩效应依然会对后期的市场运行造成重要影响。国务院常务会议研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设的问题，市场对于政策调整的关注会因此由前期的货币政策领域扩展至财政政策领域，在信贷政策紧缩仍将延续的情况下，两者的叠加效应会给市场带来较大冲击。

供求预期的弱平衡

我们判断继 7 月份出现 650 亿新股筹资次天量后，9 月份新股筹资较 8 月份将出现显著增长。同时我们还要考虑到权重股再融资预期对市场的心理压力。A 股市场流动性最充裕的时候已经过去，同时市场的有效需求还受到对未来风险收益的预期影响，因此我们对 9 月份 A 股市场内部的供求预期为弱平衡。

“国庆行情”下的题材蜜月期

从历史规律看，“国庆行情”情节难以构成对 9 月份市场向上的支撑因素。但结构性主题投资机会值得期待，建议继续关注航天军工的“9 月效应”与商业旅游板块的“黄金周”效应。

市场趋势判断：弱势震荡，寻求中期支撑

8 月份的经济数据的披露难以构成对大盘的负面冲击，而“国庆行情”预期也难以对市场构成整体性的推动，在流动性恢复常态的压力与经济复苏强化估值支撑寻求动态平衡的过程中，我们预期 9 月份市场趋势为——弱势震荡，寻求中期支撑。如果市场大盘向下大幅偏离 2800 的合理估值中枢，9 月份大盘将出现波段反弹机会。

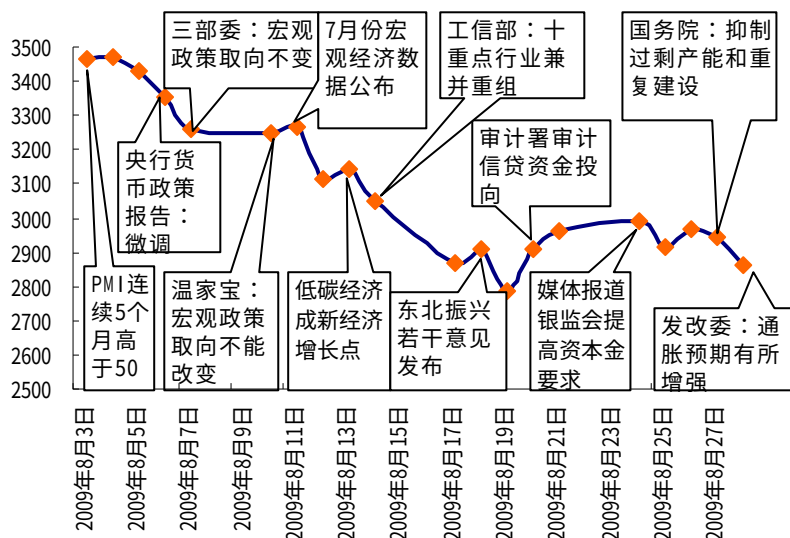
投资策略：防御，寻求局部确定性增长的投资机会

基于对题材蜜月期与业绩困惑期的判断，9 月份的策略建议是整体防御、自下而上寻求局部的业绩确定性增长机会，同时建议加强对主题投资机会的关注力度。重点关注房地产销售的“金九”效应能否重现，这将极大影响市场对房地产上下游，尤其是投资品行业的需求形势判断。对此，我们的基本态度是保持适度谨慎。

寻求局部业绩确定性增长机会=医药+化工+电力+中小板外贸优势企业，同时我们建议关注“投资品”需求忧虑下的局部“估值触底”。主题投资机会重点关注航天军工、商业旅游与创投概念。

一、八月市场回顾：信贷紧缩诱发单边下跌

图1 2009年8月份A股市场运行状况



数据来源：Wind 上海证券研究所

8月份A股市场基本呈现单边下跌，前半月跌势较为猛烈，而后半月则跌幅趋缓。

■ 信贷紧缩成为主要诱发因素

从8月份公布的一系列国内经济数据看，国民经济依旧在逐渐复苏之中，即便是投资增速有所下降，但这也主要与7月份中央新增投资发放较晚有关，并不构成市场连续大幅下跌的主要原因。同时，美国、欧元区和日本的经济接连报出利好消息，外围经济的超预期好转显然也不会对国内市场构成压力。在经过前期的连续大幅上涨之后，市场估值水平偏离业绩预期较多，泡沫化趋势加重后市场情绪趋于不稳定，货币政策微调导致的7月份新增信贷回落77%则成为主要诱发因素。而且最后一周受银监会提高资本充足要求、信贷政策趋于从紧已明确以及国务院抑制过剩产能的影响，市场再次呈现下跌态势。

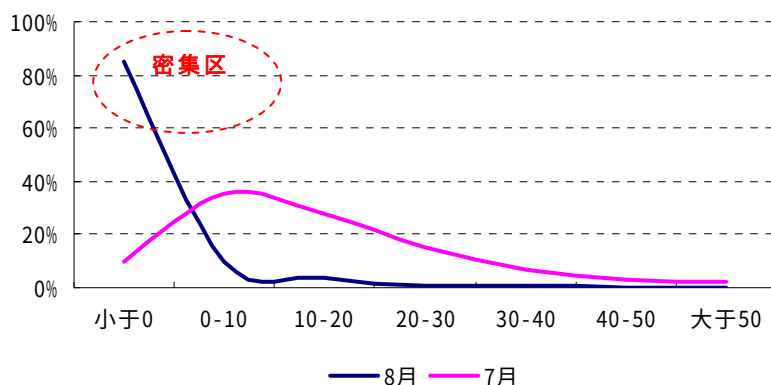
■ 扩容压力未见减缓

在市场大幅调整之际，市场扩容压力并未减缓。在此期间，新股发行、过会的步伐并没有因此而减缓，创业板的发行准备工作也在有条不紊地进行，红筹股回归A股以及国际板上市的消息也接连不断。虽然管理层加快了新基金发行的审批，在一定程度上体现了对市场的呵护之情，但并没有因为市场连续大跌而停止或放缓市场供给，市场扩容压力未见减缓。

8 月份市场运行特征：普跌之后估值回归理性

图 2 2009 年 8 月份个股涨跌幅分布 (%)

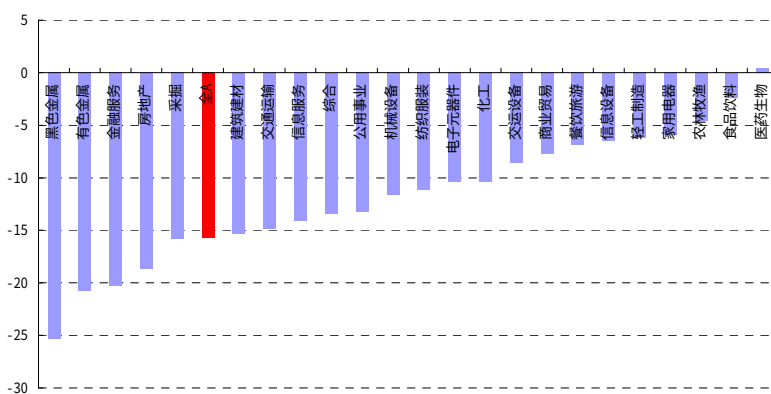
8 月份 A 股市场呈现明显的普跌行情。下跌的个股占比由 7 月的 9.65% 骤升至 84.67%；涨幅在 0-10% 区间的个股占比也由 7 月的 35.17% 大幅萎缩至 9.97%；涨幅在 10-20% 区间的个股占比也由 27.81% 降至近 3.41%。



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 3 2009 年 8 月份行业指数涨跌幅分布 (%)

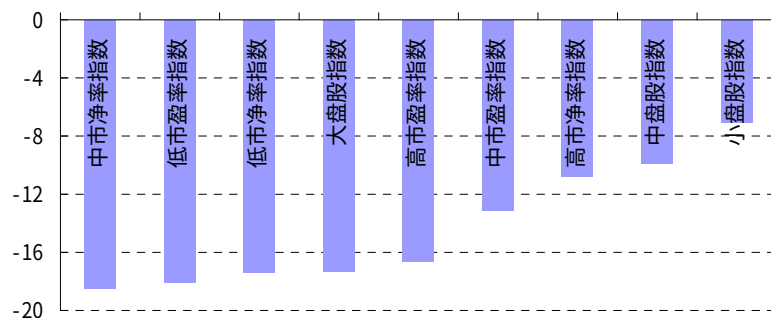
8 月份行业指数除医药生物板块微涨之外，其余板块全面下跌。前期涨幅过大、周期性特征明显的黑色金属、有色金属跌幅居前；受政策面拖累的金融服务和房地产行业也跌幅较大。相反，受政策推动、价格上涨以及具备防御特征的医药生物、食品饮料及农林牧渔行业位居涨幅榜前列。



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 4 2009 年 8 月份风格指数涨跌表现 (%)

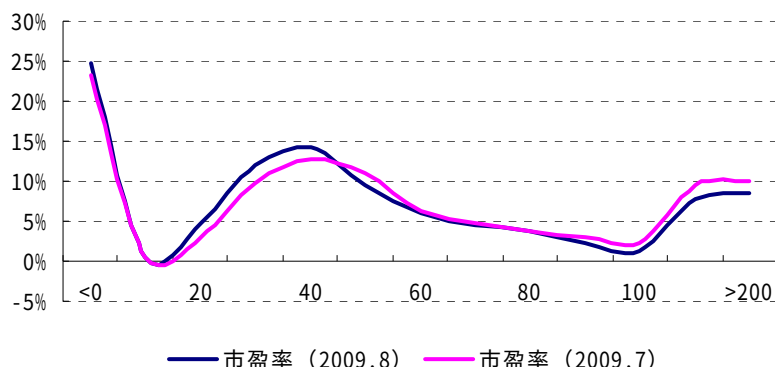
8 月份风格指数全面下跌。低市盈率、大盘股跌幅远高于中、小盘股，对大盘蓝筹股的回避也表明了目前市场的谨慎心态。



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 5 2009 年 8 月份市盈率分布

在经过连续大跌之后，8 月份的市盈率分布呈现明显的向下调整。市盈率大于 100 倍的个股占比由 7 月份的 22% 降至 17%；市盈率在 10-30 倍的个股占比由 7 月份的 12% 提高至 17%。从市盈率看，A 股市场的估值水平回归至理性区域。



数据来源：Wind 上海证券研究所

二、9 月市场环境：

信贷政策的紧缩效应依然会对市场运行造成重要影响，同时，抑制部分行业产能过剩和重复建设的决定使市场对于政策调整的关注扩展至财政政策领域，在信贷政策紧缩仍将延续的情况下，两者的叠加效应会给市场带来较大冲击。A 股市场流动性最充裕的时候已经过去，9 月份 A 股市场内部的供求预期为弱平衡。通过对历史行情的回顾，“国庆行情”虽会给军工、航天、商贸、旅游等板块带来投资机会，但难以构成对 9 月份市场向上的支撑。

1、经济环境：信贷政策趋于从紧 企业盈利继续恢复

■ 信贷政策趋于从紧 财政投资又添新忧

货币政策微调对于市场的影响已有月余，后续信贷投放趋于从紧对市场的影响仍将持续。在信贷政策影响仍存的同时，上周国务院常务会议关于抑制过剩产能和重复建设的决定又使市场平添了几分对未来财政政策的担忧。虽然我们从宏观经济的角度分析认为，财政政策不会转向，投资依旧会维持高增长，但在经历了连续大幅调整、投资者心理趋于脆弱之时，不可忽视其与信贷政策从紧一起对市场带来的叠加冲击。

(1) 信贷政策趋于从紧

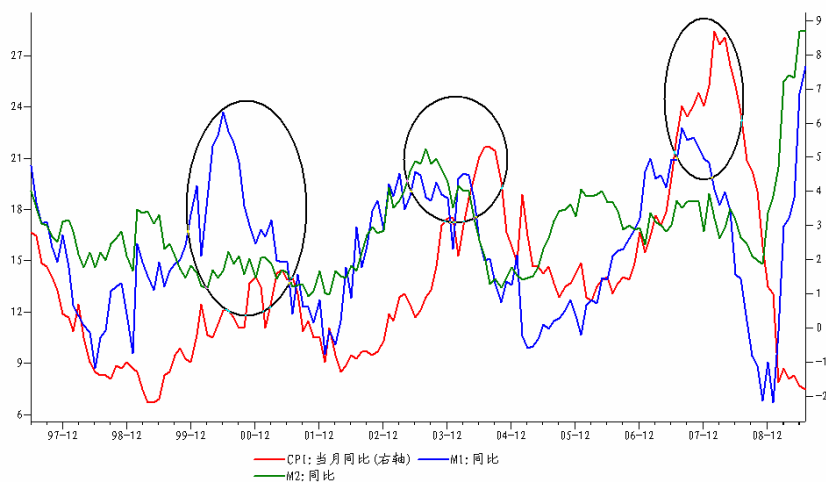
在上半年新增人民币贷款达到 7.37 万亿元之后，央行提出要对货币政策进行动态微调，时隔数月之后重启 1 年期央票的发行则标志着微调的开始，而且 7 月份新增贷款由 6 月份的 1.53 万亿元骤降至 3559 亿元，由此拉开了本轮 A 股市场调整的序幕。

之所以要对货币政策进行微调，主要是出于对未来通货膨胀的担忧。我们认为，微调只是在适度宽松主基调下进行的调整，并不代表

货币政策的转向。从图 6 可以看出，随着货币环境的逐渐宽松，尤其是 M1 增速的上扬，会带动 CPI 上涨，从而引发通货膨胀。因此，在目前货币环境非常宽松的情况下实施微调具有合理性。但从另一个角度我们也发现，货币环境由宽松开始转向紧缩，如 M1 增速由高点回落，都发生在 CPI 明显上涨的过程之中。7 月份 CPI 同比增幅为 -1.8%，降幅较 6 月份继续扩大，我们的宏观分析师预计 8 月份 CPI 同比增速为 -1.6%。在目前 CPI 同比依旧为负且未现明显上升势头的环境下，货币政策不会出现方向性的转变，货币总体环境依旧会保持相对宽松。

虽然适度宽松的基调不会改变，但信贷政策趋于从紧已是不争的事实，微调导致的新增流动性紧缩仍然会对市场造成冲击。而且，上周银监会证实已向商业银行征求意见拟提高资本金要求，发改委也发布通知称近期物价上涨导致通胀预期有所增强与信贷政策过于宽松有关，同时市场关于 8 月份信贷的预期规模也一降再降，信贷政策的紧缩效应依然会对后期的市场运行造成重要影响。

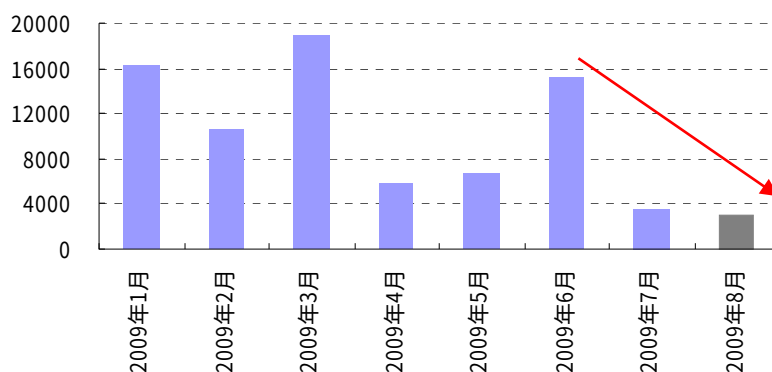
图 6 CPI 负增长时货币政策不会转向



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

图 7 信贷政策已趋于从紧



注：8 月份数据为预测值

数据来源：Wind 上海证券研究所

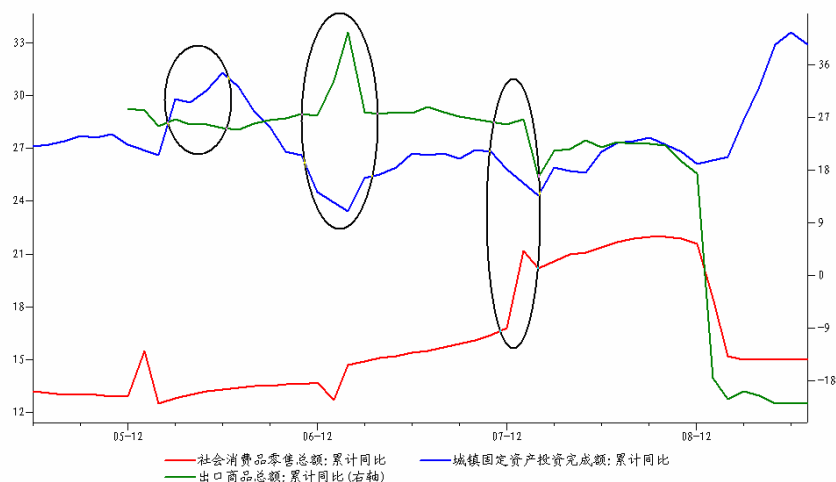
(2) 财政投资又添新忧

上周的国务院常务会议研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设的问题，提出要重点加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业的发展指导。在当前货币政策已开始动态微调以及外围经济逐渐好转、出口有所恢复之际，市场对于政策调整的关注会因此由前期的货币政策领域扩展至财政政策领域，从而继续受到来自政策方面的冲击。

如图 8 所示，在拉动经济增长的“三驾马车”中，如果消费低速增长时，出口和投资会呈现出明显的互补特征，即出口增速放缓对应着投资的高增长，反则反之。目前，我国的消费基本保持 15% 左右的增长态势，出口维持 -20% 左右的弱势平衡，投资在“三驾马车”中一枝独秀。受完善社会保障以及改善消费倾向的长期性制约，消费短期内无法成为带动经济增长的主要力量。同时，虽然随着发达经济体的经济好转，出口复苏的时点将提前，年内重现正增长的概率很大，但距离 15-20% 的历史平均增速还有相当距离，而且年内净出口对 GDP 的贡献将依然为负。在这种情况下，积极的财政政策不会转向，投资仍将保持高增长态势，继续担当保增长的主导力量。因此我们认为，抑制产能过剩和重复建设符合“保增长、扩内需、调结构”的总体要求，是已经出台的十大产业调整振兴规划相关内容的具体落实，而并不意味着积极财政政策的转向。

当然我们并不因此而否认短期内对财政政策的忧虑情绪会对市场带来压力，而且，在信贷政策紧缩仍将延续的情况下，两者的叠加效应会给市场带来较大冲击。

图 8 出口依旧不振时投资仍将担当保增长的重任



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 企业盈利恢复带来产业资本撤离压力

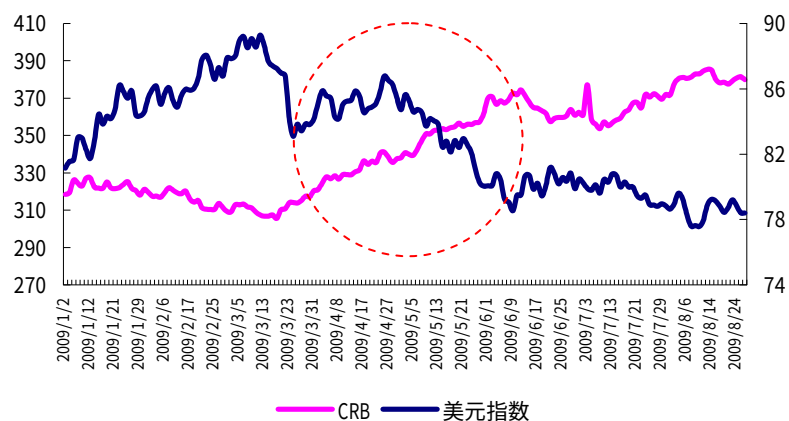
(1) 企业盈利继续恢复

在中期策略报告中, 我们曾分析称, 美元指数会逐渐企稳, 由此带动大宗商品价格涨势趋缓, 这将有助于缓解国内企业的成本压力。从近期的价格走势看, 这正在演变为现实。

第二季度, 伴随着美元指数的迅速回落, 大宗商品价格也快速上涨, 但之后随着美元指数趋于稳定, 大宗商品价格的涨势也趋于缓和。虽然上周美国国会预算办公室和白宫分别调高了美国未来 10 年的财政赤字分别至 7.137 万亿和 9.03 万亿美元, 但都将 2009 财年预算赤字由之前的 1.8 万亿美元调低至 1.6 万亿美元。同时, 美联储放缓国债收购计划的节奏、预期美联储将加息以及美国劳动生产率继续上升, 这都有助于缓解美元年内的贬值压力, 由此将带动大宗商品价格指数涨幅趋缓, 从而减轻国内企业的生产成本压力。

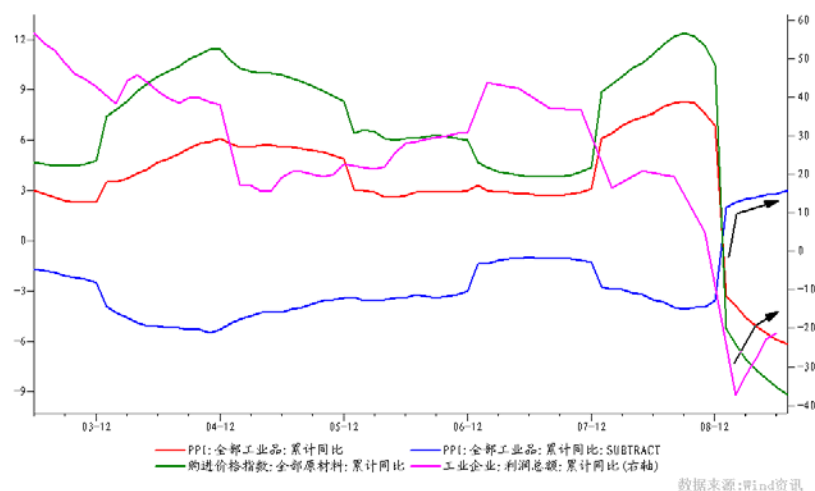
受需求回升带动以及去年同期定基数迅速下降影响, 我们预计工业品出厂价格指数 (PPI) 同比增速在 8 月份触底之后, 9 月份将会出现反弹, PPI-RMPPI 缺口进一步扩大, 由此带动企业盈利继续恢复。这在最新公布的数据中也再次得到验证, 7 月份 PPI-RMPPI 缺口由 6 月份的 3.45% 进一步上升至 7.90%, 工业企业利润累计同比增速也由 6 月份的 -21.2% 收窄至 -17.3%。企业盈利恢复引发的公司业绩增长这一新驱动力正在形成并逐渐强化。

图 9 美元指数企稳带动大宗商品价格涨势趋缓



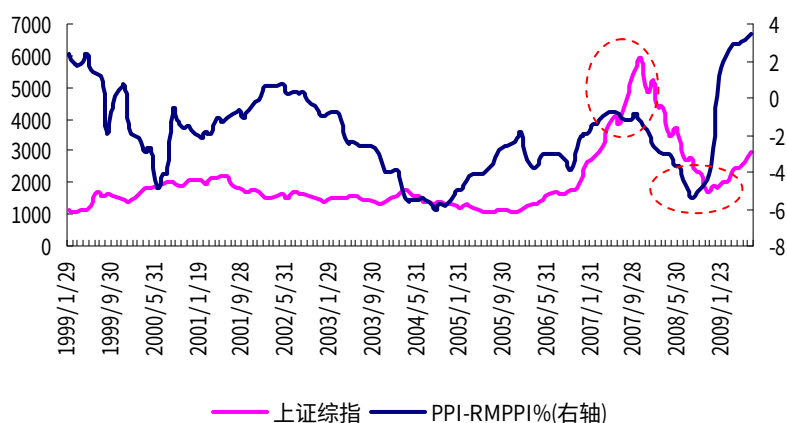
数据来源: Wind Bloomberg 上海证券研究所

图 10 PPI-RMPPI 上升态势延续



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 11 PPI-RMPPI 与上证综指同趋势变化



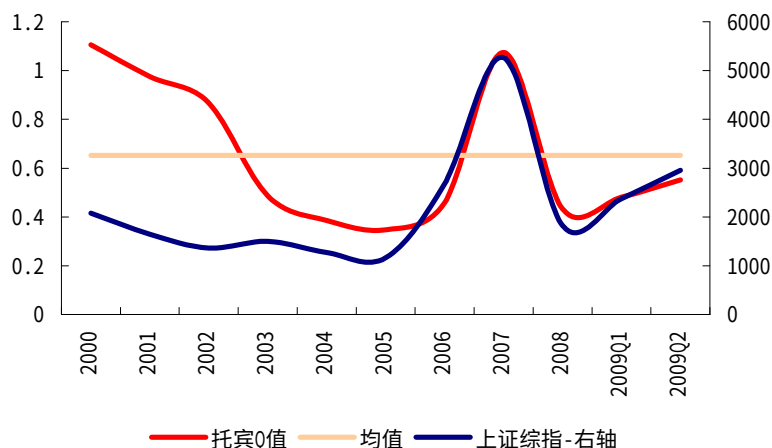
数据来源: Wind 上海证券研究所

(2) 产业资本撤离的“双刃剑”效应

相对于追求股价收益和股息收益为主要目标的金融资本,产业资本在资本市场中的主要目标在于融资与并购。随着资本市场中公司市值相对于实体领域企业重置成本的提高,原本对实体经济就存在投资偏好的产业资本有着撤离资本市场的冲动。而资本市场连续大幅调整以及实体领域中企业盈利前景的愈发明确更会激发这种冲动。

产业资本的撤离将给资本市场带来“双刃剑”效应:一方面,产业资本撤离导致的流动性漏出带来负面效应,而且这在目前信贷政策紧缩的情况下,这种负面效应会在短期内强化对市场的冲击;另一方面,产业资本回归实体经济有助于经济复苏带来正面效应,在企业盈利逐渐恢复背景下产业资本回归本源业务将强化公司业绩这一市场新驱动力的形成,不过短期内这还难以抵消政策带来的压力。

图 22 托宾 Q 值回升带来产业资本撤离压力



注:托宾Q值= (总市值+总负债) / 总资产

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 9 月份关注宏观数据

9 月中旬，统计局、海关和央行将公布 8 月份各项经济数据，在目前市场普遍关注后期政策动向之际，以下几组数据将显得尤为重要。

（1）新增信贷：信贷政策趋于从紧

货币政策微调是此轮市场大幅调整的直接诱发因素，而且还将持续对市场产生影响。在当前运用加息和提高存款准备金率等政策工具可能性不大的情况下，市场最关注的还是新增贷款数据。继 7 月份贷款投放大幅萎缩后，市场将根据 8 月份的新增贷款数据判断信贷政策的动向。我们预计，8 月份的新增贷款规模为 3000 亿元，与上月相比继续回落，信贷政策趋于从紧。

（2）PPI 及工业增加值：企业盈利恢复情况

受去年定基数影响，我们的宏观分析师预计 8 月份的 PPI 同比会继续回落至新低-8.3%。但如果 PPI-RMPPI 能延续前期趋势继续扩大，则意味着企业盈利的持续恢复。同时，工业增加值的增长会为企业经营创造良好的环境。

（3）CPI 及出口：宏观政策不会转向

分析宏观政策能否转向，我们主要观察两个指标：第一，如果 CPI 同比转正并升势确立，则货币政策收紧的概率大增；第二，如果出口能够恢复到正常水平并对 GDP 增长贡献为正，则财政政策变向的可能性也会增加。我们预计，8 月份 CPI 同比依旧在负区间运行，货币政策仍只是微调而不是转向；出口降幅会出现收窄，但距离历史正常水平仍相去甚远，且净出口对 GDP 的贡献仍为负，财政政策仍将积极。

受美欧日等发达经济超预期好转的带动，从出口数据中可以判断中国出口复苏的时点将有所提前，出口行业值得继续关注。而且，随着发达经济体工业的企稳回升，将提振中国机电产品的出口，机电出口行业将成为继劳动密集型行业后又一值得关注的出口行业。

图 13 新出口订单增加预示出口恢复

图 14 美国经济好转带动中国出口恢复

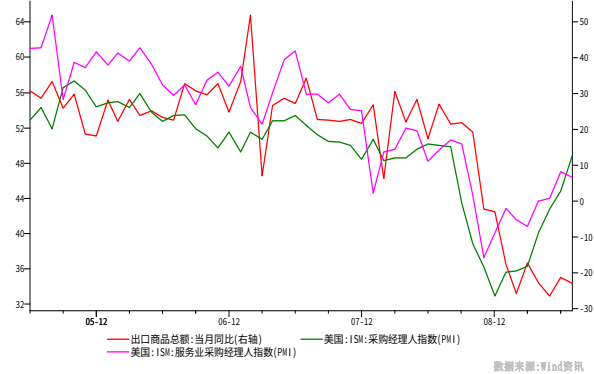
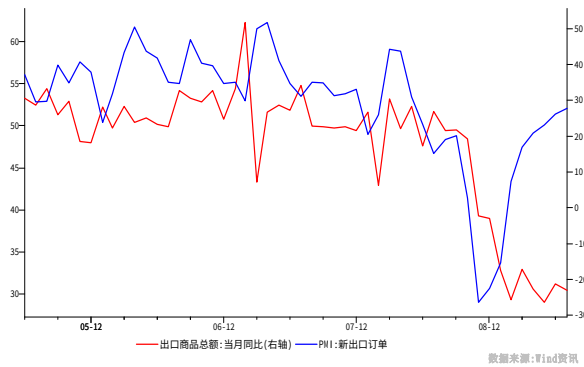
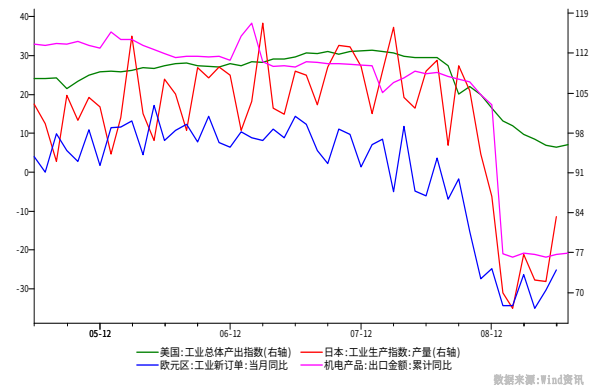
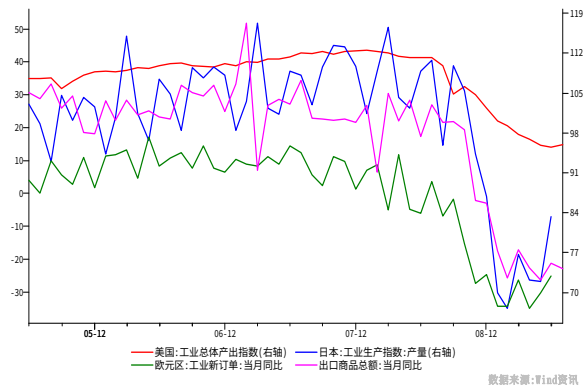


图 15 发达经济体工业企稳回升有助出口恢复

图 16 发达经济体工业企稳回升促进机电产品出口



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

2、9 月份市场关注焦点

焦点一：市场内部供求维持弱平衡

7、8 月成立的 6 只指数基金募集资金将达到 600 亿份。按指数基金 90%的仓位下限计，这 6 只指数基金就将为 9 月份市场带来超过 540 亿元的直接入市资金。9 月份，公开市场将迎来今年最大一轮资金释放高峰，预计解冻的流动性将达到 1.28 万亿元，较 8 月份猛增 50%。

9 月 A 股市场的限售股解禁量将迎来年内的低谷，解禁规模仅为 70 亿股，环比下降 7 成。按最新收盘价计算，9 月份的解禁市值约为 953 亿元，占两市流通市值比例仅为 0.9%，且其中多达八成股票为“大非”持有。我们认为 9 月份市场供给压力主要来自新股供给，一方面为创业板开设的小盘股“打包”上市已成惯例，另一方面大盘股发行上市依然维持快节奏，我们判断继 7 月份出现 650 亿新股筹资次天量

后，9月份新股筹资较8月份将出现显著增长。同时我们还要考虑到权重股再融资预期对市场的心理压力。

A股市场流动性最充裕的时候已经过去，同时市场的有效需求还受到对未来风险收益的预期影响，因此我们对9月份A股市场内部的供求预期为弱平衡。

图 17 年初以来月度基金发行份额（亿份）

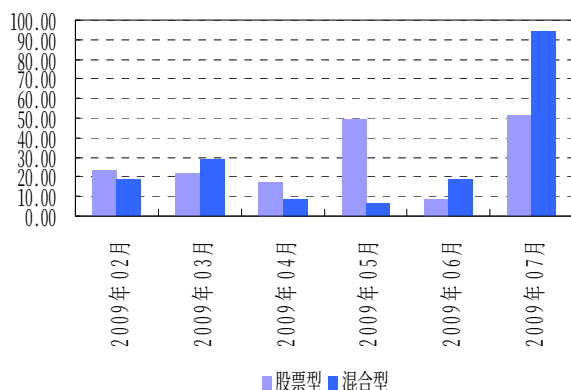
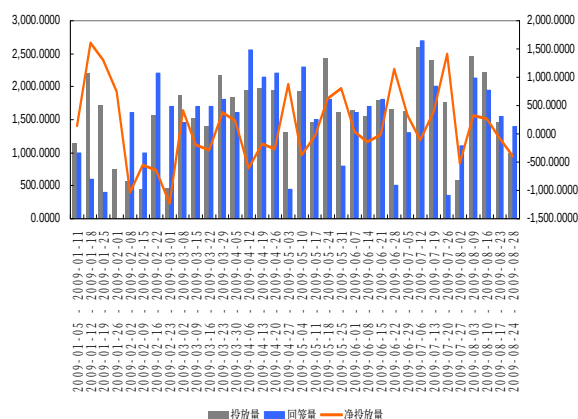


图 18 年初以来央行公开市场操作货币净投放量（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 19 限售股流通的月度统计

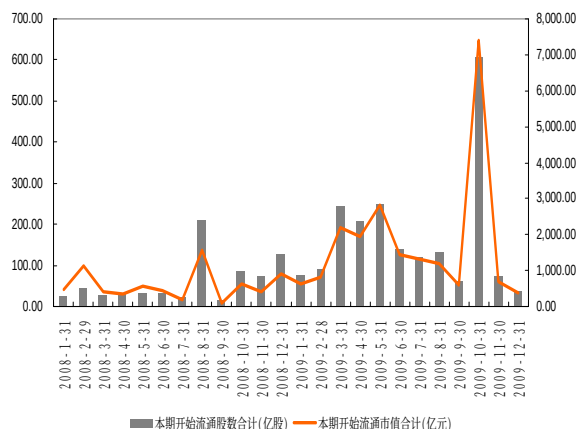
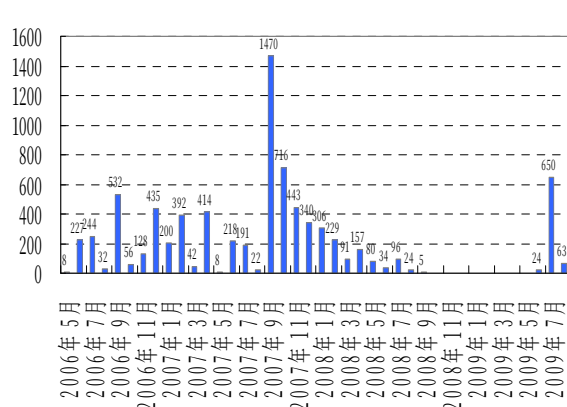


图 20 新股发行实际筹资量的月度统计



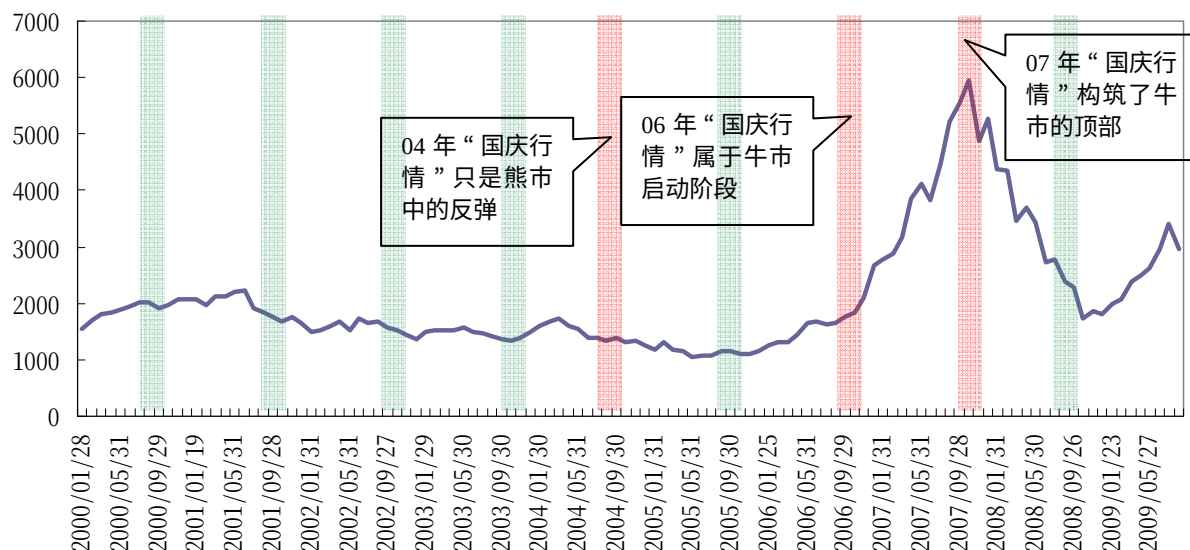
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

焦点二：“国庆行情”难以推动市场整体强势

■ “国庆行情”预期难以成为现实

我们重点统计回顾了 2000 年以来的 9 次“国庆行情”的市场表现。涨跌比例为 1：2，基本上是跌多涨少。即使在上漲的 3 次“国庆行情”中，04 年与 07 年也是熊市反弹与构筑牛市的顶部。因此，从历史规律看，“国庆行情”情节难以构成对 9 月份市场向上的支撑因素。

图 21 2000 年以来“国庆行情”大多未能实现



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

■ “国庆行情”预期下的题材蜜月期

(1) 航天军工板块在“国庆行情”中的“9月效应”

我们重点统计了 04 年至 08 年 5 年中 8 至 10 月份航天军工板块的相对收益数据,发现 9 月份航天军工板块在国庆行情中具有明显的相对收益,历史均值达到了 6.56%。但是 10 月份板块的上涨概率为 0。航天军工板块的“9 月效应”显示出阶段性主题投资的特征。我们建议在 9 月份仍可积极把握航天军工板块的交易性机会,而 9 月下旬应坚决回避。

表 1 最近 5 年航天军工板块在国庆行情中的“9 月效应”

年份	8 月涨跌幅 (%)	相对收益	9 月涨跌幅 (%)	相对收益	10 月涨跌幅 (%)	相对收益
2004	-7.62	-4.66	10.17	4.23	-0.16	5.21
2005	9.85	5.71	19.15	20.13	-2.58	2.15
2006	12.11	8.16	14.15	9.10	-9.13	-13.15
2007	4.10	-16.23	3.58	-2.16	-12.31	-14.12
2008	-26.31	-12.21	1.15	7.31	-26.18	0.62
收益均值	-1.76	-2.45	6.25	6.56	-10.15	-5.17
上涨概率	58	41	73	88	0	55

数据来源：Wind 上海证券研究所

(2) 商业、旅游板块的“黄金周”效应

我们统计了 2000—2008 年 9 月 1 日至 10 月 31 日,旅游、商业零售行业的相对收益,发现自 1999 年起实施“十一大黄金周”以来,行业国

庆行情“前高后低”的特征也非常明显；在“黄金周”前1个月，行业表现明显强于全部A股，之后行业面临下行压力。今年国庆具有“六十周年大庆”概念，对于旅游、商业零售板块，市场情绪可能更加乐观。但是从“黄金周”的行业收入增长看，绝对收入显著增长，但是收入增长幅度有限，主题投资的属性没有改变，9月下旬开始要注意回落风险。

图 22 “十一”黄金周旅游行业收入与增长率

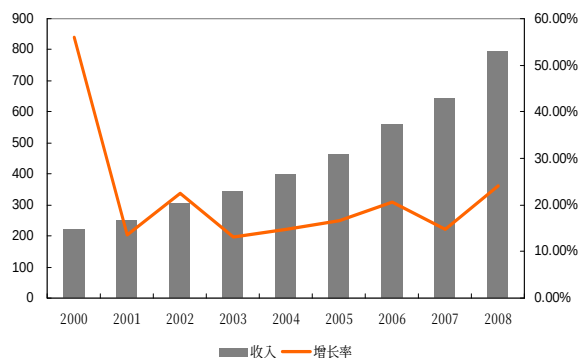
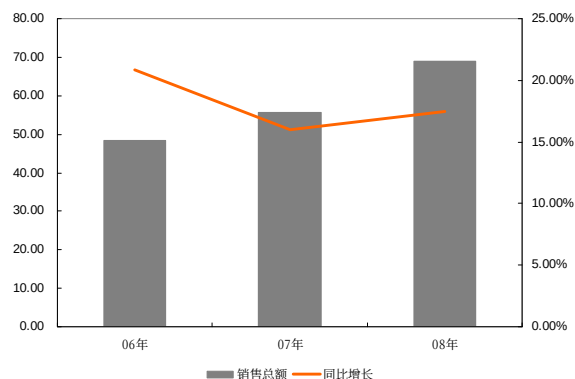


图 23 “十一”黄金周百家重点大型零售企业零售额



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

三、A 股估值现状和预期

A 股估值比较：横向压力下降，回归合理估值

■ 估值横向比较：压力下降

道琼斯指数 08-10 年预测 PE 分别 13.76、15.08、12.84 倍，恒生指数分别为 21.67、16.99、14.34 倍，世界主要股市平均 PE=14.09 倍。由于 8 月份周边市场趋势强于 A 股，因此 9 月份 A 股的横向相对估值压力将显著下降。

8 月份 A-H 股溢价指数跌破 140 的历史均值，预期 9 月份将在 120-130 区域内震荡。

表 2 全球主要市场市盈率及趋势表现

全球主要指数	08PE	09PE	10PE	涨跌幅 (%)		
				1W	1M	YTD
上证综合指数	30.11	21.46	17.63	-3.38	-13.88	19.33
沪深 300	30.15	21.64	17.85	-4.90	-16.18	27.39

2009 年 8 月 31 日

道琼斯工业平均指数	13.76	15.08	12.84	0.40	4.26	-17.32
法国巴黎 CAC40 指数	14.13	12.67	11.25	2.14	7.50	-17.61
伦敦金融时报 100 指数	70.19	13.87	11.62	1.20	5.99	-12.91
德国法兰克福 DAX 指数	46.64	16.13	12.18	1.00	2.92	-14.09
恒生指数	21.67	16.99	14.34	-0.50	-0.67	-5.47
圣保罗 IBOVESPA 指数	23.99	14.70	11.43	-0.05	5.92	3.63
纳斯达克综合指数	33.47	25.15	17.92	0.39	2.24	-14.31
墨西哥 MXX 指数	17.86	15.63	14.68	1.03	6.68	8.78
东京日经 225 指数		44.84	23.80	2.89	3.63	-19.42
俄罗斯 RTS 指数	10.19	9.33	7.82	3.71	8.80	-33.82
印度孟买 Sensex30 指数	19.06	18.55	15.54	4.47	3.47	9.32
标准普尔 500 指数	15.33	17.53	13.81	0.27	4.27	-19.79
瑞士苏黎士市场指数	39.58	15.05	12.21	1.17	4.70	-14.19

数据来源：Bloomberg Wind 上海证券研究所

■ 估值纵向比较：回归合理水平

8 月 28 日沪深 300 PE=21.28 PB=3.07 (09 中报*2)；动态估值：09 年沪深 300 指数动态 PE=19.87。

动态 PE20 以下为合理估值，并且目前盈利增长预期的上行趋势与股价下行的背离趋势日趋扩大，显示估值预期对市场的支撑在增强。目前 09 年动态 PE 已经下降到 19 倍，在上证综指 2800 点附近的区域内，属于市场的合理估值区间。

1 年期存款利率维持在 2.25%，10 年期国债到期收益率接近 3.3% 的水平。房屋出租的收益率水平约为 3.30%，与 8 月份（4%）相比，9 月份（5%）股票市场相对于楼市和债市的吸引力明显上升。

表 3 A 股整体静态 PE 和 PB 数据历史分布统计

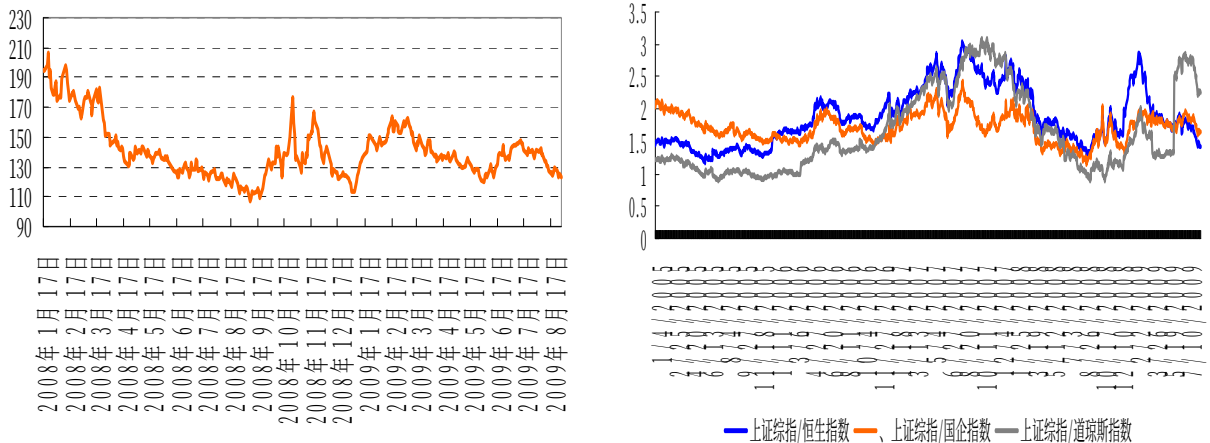
估值方式	历史高值	历史低值	中值	0.95 置信区间	最新值
PE 估值	84.34	11.19	42.80	37.37~49.58	21.28
PB 估值	18.86	1.62	4.01	2.84~7.01	3.07

数据来源：上海证券研究所 Wind 资讯

剔除 PE 大于 100 的数值

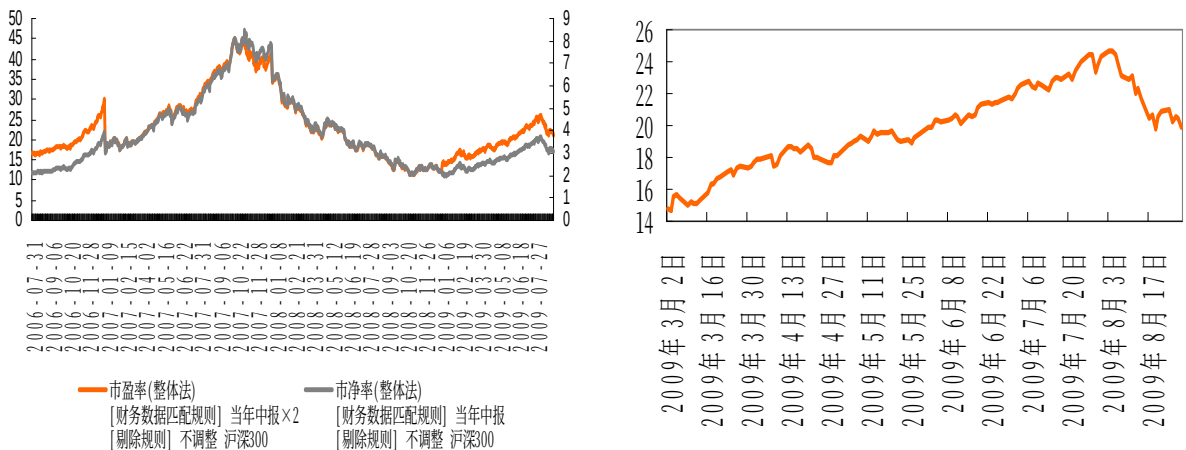
图 24 A-H 股溢价指数跌破 140 的历史均值

图 24 A 股市场横向估值压力正在不断下降



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 25 静态估值：沪深 300 指数 PE=21.28 PB=3.07 (09 中报*2) 图 26 动态估值：09 年沪深 300 指数动态 PE=19.87



数据来源：Wind 资讯 朝阳永续 上海证券研究所

三、市场趋势判断：弱势震荡，寻求中期支撑

市场对于政策调整的关注由前期的货币政策领域扩展至财政政策领域，从而导致大盘继续受到来自政策面的冲击。但企业盈利恢复引发的公司业绩增长这一新驱动力正在形成并逐渐强化。我们认为 8 月份的经济数据的披露难以构成对大盘的负面冲击，而“国庆行情”预期也难以对市场构成整体性的推动，在流动性恢复常态的压力与经济复苏强化估值支撑寻求动态平衡的过程中，我们预期 9 月份市场趋势为——弱势震荡，寻求中期支撑。如果市场大盘向下大幅偏离 2800 的合理估值中枢，9 月份大盘将出现波段反弹机会。

四、行业配置建议

1、投资策略：防御，寻找明确的业绩增长

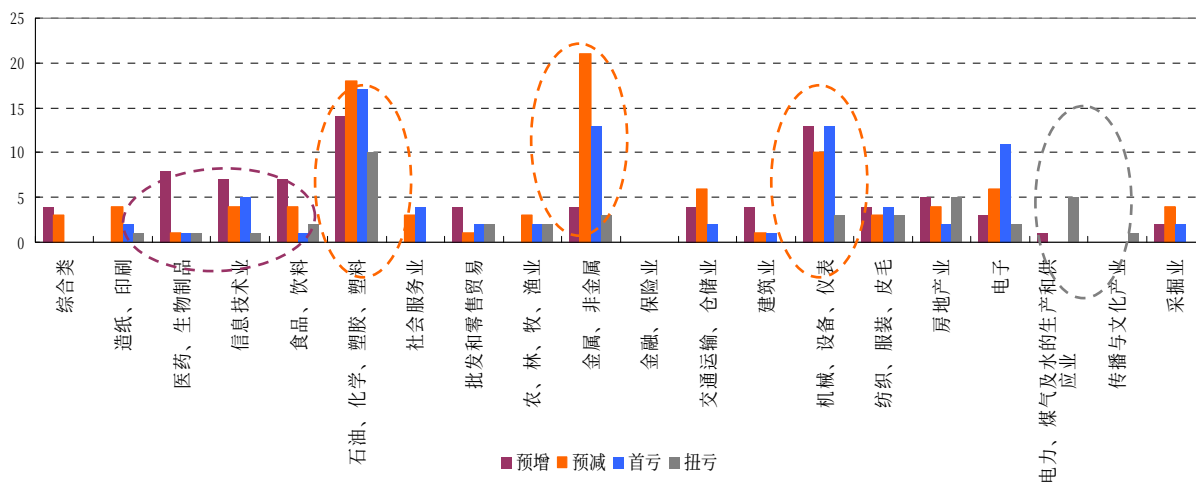
9 月份 A 股市场的投资氛围表现为：市场整体性行情暂缺失流动性支持；对经济复苏进程的乐观预期回归理性同样导致市场缺乏整体性行业投资机会；各种负面因素交织下的心理压力导致市场的趋势压力延续，9 月份市场的突出特征将表现为题材的蜜月与业绩的困惑。因此，我们 9 月份的策略建议是整体防御、自下而上寻求局部的业绩确定性增长。同时建议加强对主题投资机会的关注力度。

2、行业业绩和估值趋势

■ 中报之后关注行业三季报预期

市场表现总是反映预期而不是过去，因此在中报披露结束后，行业的局部业绩超预期机会将聚焦在三季报预期中。根据我们的统计，截止 8 月 28 日，共有 605 家（41%）上市公司预告了三季度业绩。其中 229 家“报喜”，包括 224 家预增，46 家预盈与 29 家减亏。306 家“报忧”，其中 127 家预亏，179 家预减。具体行业分布如下图。

图 27 三季度行业业绩预警情况



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

如图所示，生物制药、信息技术以及食品饮料行业的预增公司数最多，显示至少在 9 月 30 日之前，我们可以对上述行业的业绩表现乐观预期，同时也反映出抗周期行业在经济波动时期业绩稳定增长的

特征；而石化行业中化纤、轮胎橡胶子行业景气度上升导致行业内预增公司数大增；黑色金属与有色金属行业是三季度“报忧”大户，但我们认为少数公司三季度单季净利润有望出现环比回升。电力行业扭亏公司数量增多显示行业的景气底部已经形成，未来可能不断有业绩喜讯出现。

表 5 中报披露后最新行业净利润增长预测

行业	2008A	2009E	滚动指标	2010E	2011E
交通运输	-71.63%	59.79%	2995.92%	49.28%	25.25%
有色金属	-74.74%	59.51%	905.92%	93.89%	32.38%
黑色金属	-58.06%	-13.48%	328.92%	124.91%	37.84%
电子元器件	-133.34%	306.10%	256.13%	79.07%	37.16%
公用事业	-102.83%	3462.64%	226.14%	27.37%	23.52%
农林牧渔	-25.46%	186.03%	224.24%	34.60%	12.75%
轻工制造	-43.58%	37.29%	167.11%	37.91%	26.65%
交运设备	-26.85%	61.31%	101.35%	26.37%	12.67%
综合	-14.57%	48.26%	90.77%	46.86%	16.49%
建筑建材	-11.18%	87.81%	80.74%	32.79%	26.26%
纺织服装	-43.12%	40.14%	79.27%	27.37%	19.05%
化工	-58.70%	164.71%	76.51%	24.70%	11.26%
信息设备	-6.87%	78.20%	75.28%	27.45%	24.74%
食品饮料	-6.61%	84.96%	66.10%	26.17%	21.52%
房地产	2.65%	54.77%	65.10%	35.62%	27.73%
餐饮旅游	-21.62%	55.45%	61.67%	27.24%	17.98%
商业零售	-1.40%	22.50%	55.38%	28.80%	22.83%
家用电器	17.48%	51.51%	54.63%	23.95%	19.31%
机械设备	-12.82%	39.80%	52.83%	22.27%	22.13%
生物医药	35.56%	53.79%	51.20%	26.63%	20.30%
金融服务	9.04%	19.84%	31.56%	18.09%	18.79%
采掘	3.13%	7.91%	22.14%	22.76%	5.70%
信息服务	150.63%	-50.12%	-39.25%	18.44%	23.52%

数据来源：Wind 资讯 朝阳永续 上海证券研究所

表 6 各行业市盈率及与沪深 300 指数市盈率比较

指数	各行业市盈率			与沪深 300 指数市盈率偏离度		
	历史中值	历史均值	现值	历史中值	历史均值	现值
农林牧渔	50.35	54.11	68.64	2.17	2.15	2.96
采掘	27.93	27.82	21.41	0.79	0.80	0.92
化工	39.99	38.24	44.48	1.07	1.09	1.92
黑色金属	20.34	18.12	28.01	0.45	0.49	1.21
有色金属	37.70	36.03	77.34	1.05	1.15	3.34
建筑建材	47.95	47.75	43.34	1.67	1.65	1.87
机械设备	42.47	44.58	40.34	1.32	1.31	1.74

电子元器件	50.26	48.45	66.31	1.89	1.86	2.86
交运设备	38.66	36.00	44.60	1.08	1.16	1.92
信息设备	45.53	49.78	54.15	1.78	1.81	2.34
家用电器	34.85	34.74	28.94	1.14	1.17	1.25
食品饮料	41.57	42.93	48.21	1.73	1.78	2.08
纺织服装	38.28	38.43	43.26	1.26	1.28	1.87
轻工制造	39.03	37.25	43.59	1.18	1.16	1.88
医药生物	44.26	45.12	42.39	1.67	1.66	1.83
公用事业	34.23	34.33	64.50	1.16	1.44	2.78
交通运输	33.70	32.53	23.70	0.99	1.03	1.02
房地产	48.47	48.30	40.58	1.37	1.45	1.75
金融服务	34.52	36.25	19.17	0.96	0.98	0.83
商业贸易	46.19	44.89	38.17	1.39	1.41	1.65
餐饮旅游	62.44	63.78	69.21	2.04	2.08	2.99
信息服务	45.91	49.21	14.13	1.84	1.73	0.61
综合行业	58.21	61.96	70.29	2.41	2.34	3.03
沪深 300 指数	21.00	27.92	23.17	-	-	-

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 重点关注：房地产销售的“金九”效应能否重现

目前来看，市场对高企的房价限制需求的担忧正在升级，由此我们认为房地产销售的“金九”效应能否重现将成为9月份行业配置的最大看点。因此我们建议重点关注9月中上旬的商品房销售数据，这将极大影响市场对房地产上下游，尤其是投资品行业的需求形势判断。对此，我们的基本态度是保持适度谨慎。

3、行业配置策略

9月份的行业配置策略两条主线为：

■ 局部业绩确定性增长=医药+化工+电力+中小板外贸优势企业

9月份在市场整体缺乏惊喜的市场氛围下，我们建议根据三季报预报的线索，积极寻求超预期的局部行业投资机会。从我们对上市公司三季报预告的分析统计结果，并结合PMI新订单指数看，医药、化工、电力、食品饮料行业内部的子行业存在确定性增长的投资机会。同时我们建议重点关注中小板中优势出口企业在9月份可能出现的业绩超预期机会。从TC指数=（出口-进口）/（出口+进口）对商品国际竞争力的提示看，服装、鞋靴、旅行用品、家具以及机电等行业的国际竞争力最为显著。

■ 关注“投资品”需求忧虑下的局部“估值触底”

8月末市场对政策面治理产能过剩带来的结构性估值压力，归结到底还是表现为对需求的担忧。因此“投资品”行业，如有色金属、

钢铁、水泥、平板玻璃以及煤炭等行业成为前期市场的重灾区。这是市场重新审视上述行业需求的结果。但我们认为这种“担忧”一旦趋于情绪化，将会带来部分“投资品”的“估值触底”，如对钢铁（PB），煤炭（PE）行业，我们建议在 9 月份关注“投资品”“估值触底”带来的投资机会。

具体行业配置评级如下：

表 7 本周行业配置评级

行业分类	配置评级	理由
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。
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。
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。
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。
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。
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。
医药、食品饮料		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。
建筑建材	标配	行业在固定资产投资的带动下迎来了行业的丰收期。
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。
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。
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	低配	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		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

4、9 月份重点推荐股票组合

■ 2009 年 9 月份投资组合

9 月份投资选股思路主要是基于以下线索：

(1) 借鉴上述行业配置的分析结论，我们 9 月份基于行业角度的选股思路重点在于积极寻求医药、化工、电力、中小板外贸优势企业局部业绩确定性增长形成的投资机会。选股风格继续偏向中小盘股。

(2) 关注估值合理+超跌反弹的局部个股机会，其中主要的思路是关注“投资品”需求忧虑下的局部“估值触底”，其中 9 月份我们主要关注钢铁股与煤炭股反复下跌后在 PB、PE 估值触底中的反弹机会。

(3) 9 月份我们建议重点关注主题投资机会。具体关注“国庆行情”中具有“9 月效应”的航天军工板块、具有“黄金周”效应的商业旅游板块、以及创投概念中的高贝塔值个股。

综合上述分析，上海证券 2009 年 9 月份股票组合是：

表 8 上海证券 2009 年 9 月份投资组合

股票代码	股票名称	推荐理由
000677	山东海龙	行业复苏明确，差别化纤维为公司成长添动力
002029	七匹狼	渠道建设扩张稳健，中长期仍值得关注
002045	广州国光	募集资金主要用于扩大生产，彰显公司做大做强国内市场的决心
600879	火箭股份	公司在国内航天电子产品具有垄断地位，预计今后三年复合增长率将达30%以上
600628	新世界	已成功地完成由单一百货店向综合消费圈的现代百货形象的转型，所处商圈随着人民广场周边商务写字楼的增加，消费档次在不断提升，这将为公司经营带来新的发展机遇
600138	中青旅	荣获北京市旅游局首批5A级旅行社资质认证；公司在国家旅游局2006年度百强国际旅行社排名中继续名列第二
600971	恒源煤电	上半年新增产能释放，跑量保证利润未出现下滑。
000898	鞍钢股份	矿价拖累中期业绩，下半年增长更可期

■ 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 9 2009 下半年上海证券研究所投资组合表现统计 (2009.6.30~2009.8.28)

投资组合	期间表现	期间最大涨幅
2009 下半年投资组合	-2.71%	18.52%
沪深 300 指数	-3.78%	17.94%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 28 2009 下半年上海证券研究所投资组合表现回顾

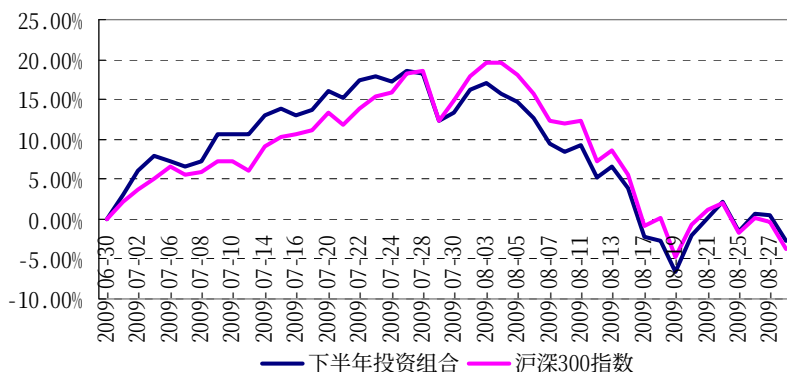


图 29 2009 年估值优势组合表现跟踪

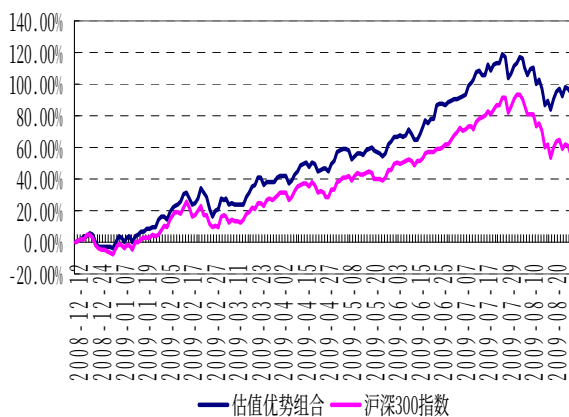
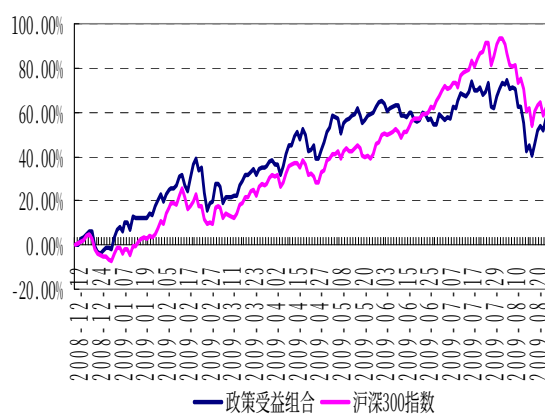


图 30 2009 年政策受益组合表现跟踪



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 10 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 李剑峰 俞佐杰

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。