

9月有望先抑后扬，关注三类投资机会

——9月A股市场投资策略

2009年9月2日 星期三

报告要点

东海证券宏观策略研究小组

分析师	鲍庆
电话	021-50586660-8642
邮件	bq@longone.com.cn

分析师	王凡
电话	021-50586660-8641
邮件	wangf@longone.com.cn

分析师	董高峰
电话	021-50586660-8632
邮件	dgf@longone.com.cn

联系人	顾颖
电话	021-50586660-8638
邮件	dhresearch@longone.com.cn

□ **央行动态微调引发市场流动性忧虑。**进入7月随着央行公开市场操作中出现的“动态微调”，导致市场产生对货币政策转向的担忧，进而使得流动性对市场产生较大的负面影响，最为明显的一点是虽然市场盈利预期继续乐观上调，但市场估值水平却出现大幅收缩。

□ **9月市场短期流动性负面影响得到消化：**监管当局对当前货币政策基调的强调，符合我们下半年策略报告中对下半年货币政策基调维持不变的判断，也有利于稳定市场对货币政策稳定和市场流动性的预期，因此，我们认为虽然8月信贷数据可能显著低于7月，但8月市场的大幅调整已经消化了市场对短期流动性的担忧，9月市场再次出现8月市场估值水平大幅收缩的可能性不大。

□ **短期趋势仍然有向下压力：**在短期趋势之下，目前市场尚无法立即摆脱当前弱势震荡调整的格局。近期市场在跌破8月31日跌破半年线后，存在着震荡探底的趋势，同时市场成交量明显缩小，也显示目前市场信心不足，市场自身仍需要通过调整积聚向上的动力，因此，我们认为9月上旬市场将以震荡探底走势为主，在市场趋势向下压力释放后，市场在9月中旬基本面消息得到确认后有望企稳向上。

□ **总体而言，我们认为9月上旬市场将以震荡探底走势为主，在市场趋势向下压力释放后，市场在9月中旬基本面消息得到确认后有望企稳向上。**在市场震荡探底过程中，由于市场在8月由最高点最大跌幅达19%后，我们认为继续大幅下探的空间不大，但由于盈利预期的上调是一个渐进的过程，而估值水平在市场流动性回流下难以回复到8月4日高点，因此，我们认为9月市场在中下旬企稳回升过程中市场难以迅速突破前期高点，**大致的运行区间在上证综指2400-2800点。**

□ **我们认为9月市场投资策略应：**1、政策受益明显的行业；2、复苏明确的行业；3、本轮调整力度较大的行业。综合上述三方面，我们建议9月市场重点关注医药、食品饮料、汽车、家用电器等内需消费品及服务板块以及调整较大的估值弹性大的行业如采掘、有色金属、房地产、金融服务。

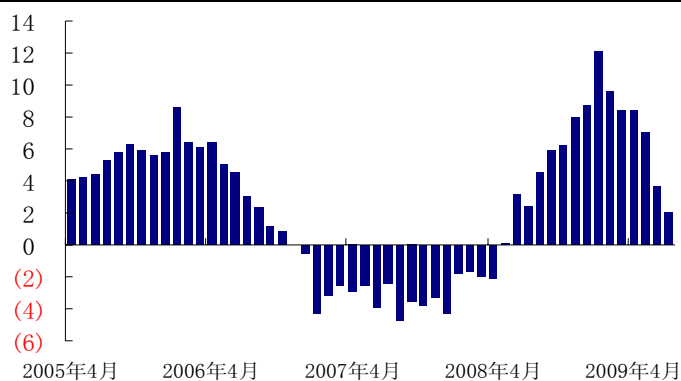
一、8 月市场回顾

我们在 09 年下半年策略报告中对沪深 300 合理运行区间进行过预测,结合我们对 09 年沪深 300 估值水平和净利润增长率的预测,我们当时给出了沪深 300 合理运行区间在 (2216.56, 3438.90) 的判断。从 7 月、8 月国内 A 股市场走势看,虽然市场在趋势上涨之下指数一度超出我们的预测区间,但 8 月后市场大幅调整的走势也验证了我们对市场合理高点的预测。

央行动态微调引发市场流动性忧虑

我们在之前的策略月报和下半年策略报告中曾指出随着实体经济的复苏,市场流动性有向实体经济回流趋势,虽然从衡量这一转换的指标 M2-M1 增长率差来看,这一趋势自 09 年以来非常明显,但由于市场流动性的预期乐观,因此这一流动性回流对当时的市场并未构成大的影响。但是进入 7 月随着央行公开市场操作中出现的“动态微调”,导致市场产生对货币政策转向的担忧,进而使得流动性对市场产生较大的负面影响。

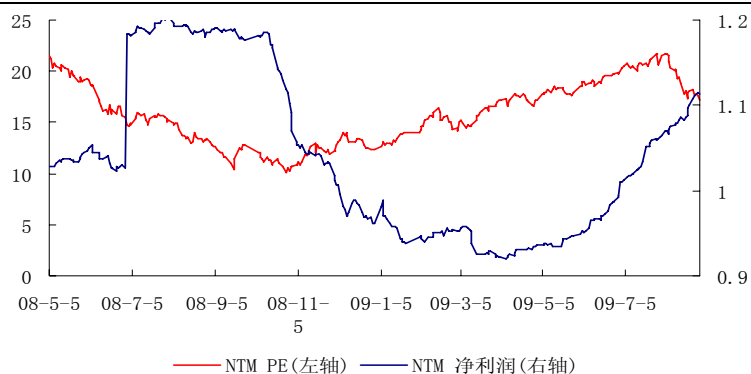
图1. 2009 年 M2-M1 预测 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

这种对流动性问题的担忧而对市场产生的负面影响最为明显的一点是虽然市场盈利预期继续乐观上调,但市场估值水平却出现大幅收缩。8 月,沪深 300 滚动 PE 由 09 年 8 月 4 日的最高点 21.76x 下降至 8 月 30 日的 17.13x,下降幅度达 21.28%,虽然同期滚动净利润预期上升了 4.16%,但无疑估值水平的收缩程度更大,进而导致市场出现大幅调整。

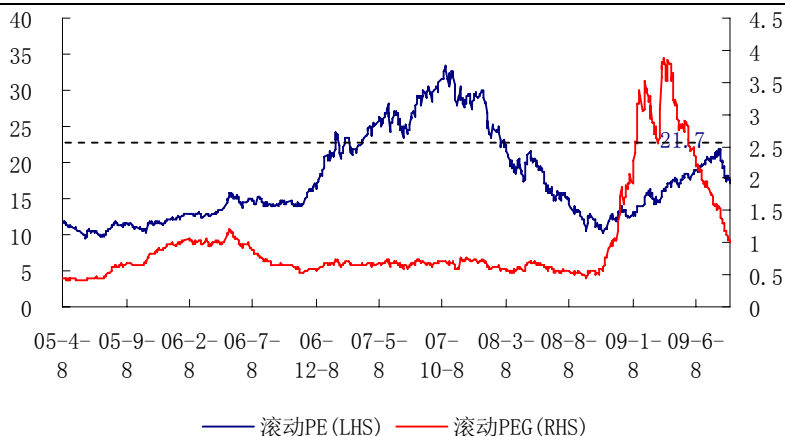
图2. 沪深 300 滚动盈利预期变动



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

估值的收缩与盈利预期的持续上调使得市场盈利估值水平 PEG 在 8 月出现大幅下降。由 8 月 4 日的最高 3.76 下降至 8 月底的 1.02。

图3. 沪深 300 滚动 PE 与 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

市场风格再度转换

与 7 月周期类行业防御类行业进而推动市场不同，8 月市场在大幅下跌过程中防御性行业呈现出相对市场的抗跌性。这使得市场风格再度发生转换。

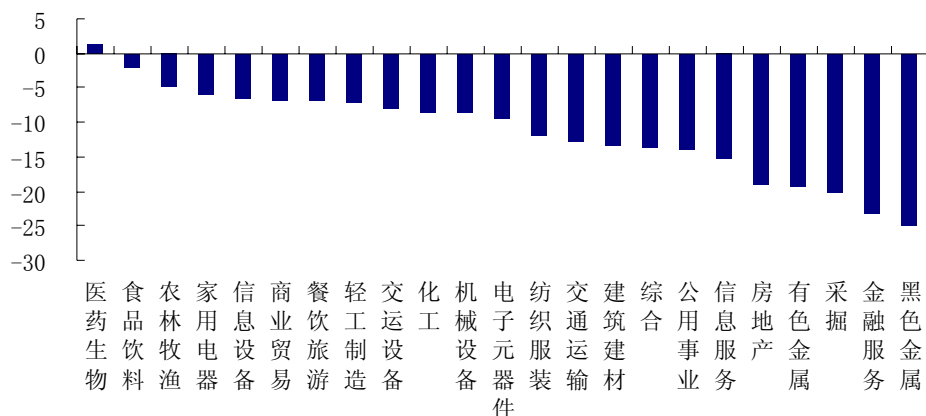
图4. 周期/防御走向



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

我们在下半年策略报告中已经推荐了盈利明确和估值安全行业，在 8 月我们重点推荐的医药行业和食品饮料行业均呈现出较好的表现，医药行业成为 8 月市场中唯一上涨的行业，涨幅 1.20%，而食品饮料行业则仅下跌 2.03%，另一方面，周期类的黑色金属、金融服务、采掘、有色金属、房地产跌幅最大，

图5. 8 月各行业涨跌幅 %



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

在市场调整过程中，在大盘权重股如银行、地产大幅调整的同时，市场另一特点是主题类个股开始活跃，如军工、重组、通胀预测类个股。这使得小盘股表现明显超载大盘股。

图6. 小盘股/大盘股 TTM PE 比



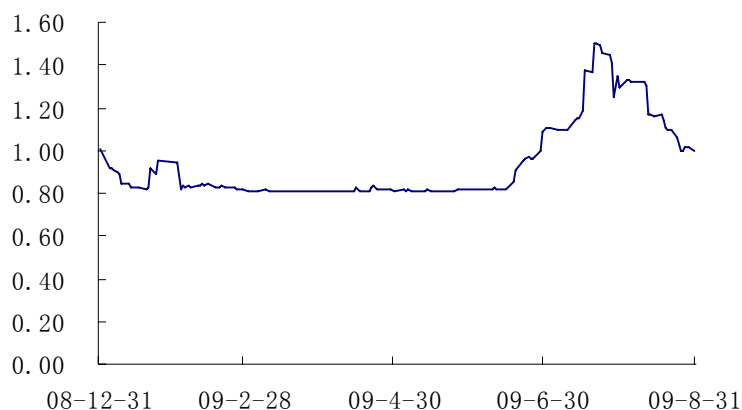
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

二、9 月市场走势预测

一、短期流动性负面影响得到消化

从导致 8 月市场出现大幅调整的主要因素货币政策的变化来看，8 月 5 日央行发布的《2009 年第二季度中国货币政策执行报告》明确指出将“坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策”，此后，温家宝总理在全国各地考察时多次强调“在当前我国经济发展企稳向好的形势下，中央强调要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，坚持实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策不动摇”，同时，从央行货币市场调控结果来看，银行间同业拆借加权平均利率由 7 月 22 日最高的 1.5038% 下降至 8 月底的 1.0007%。我们认为监管当局对当前货币政策取向的强调，符合我们下半年策略报告中对下半年货币政策基调维持不变的判断，也有利于稳定市场对货币政策稳定和市场流动性的预期，因此，我们认为虽然 8 月信贷数据可能显著低于 7 月，但 8 月市场的大幅调整已经消化了市场对短期流动性的担忧，9 月市场再次出现 8 月市场估值水平大幅收缩的可能性不大。

图7. 银行间同业拆借加权平均利率 %



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

二、基本面乐观预期将继续

宏观预测仍然乐观

虽然 8 月公布的 7 月工业增加值数据不如市场预期，但是并没有改变市场对 09 年中国经济复苏的预期，8 月市场对中国 09 年 GDP 增速和累计固定资产投资增速预测均值均较 7 月继续提高。

图8. 09 年年初至今中国 09 年 GDP 增速各机构预测值 %

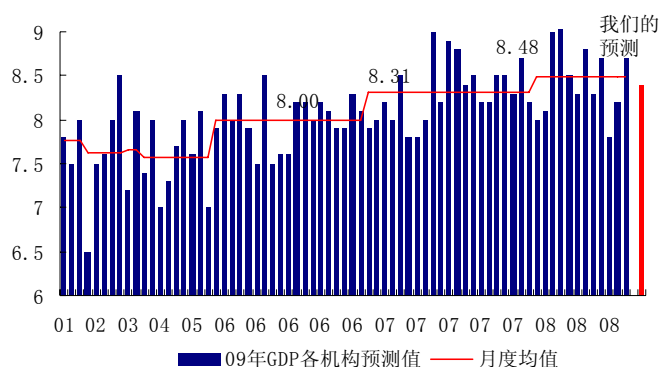
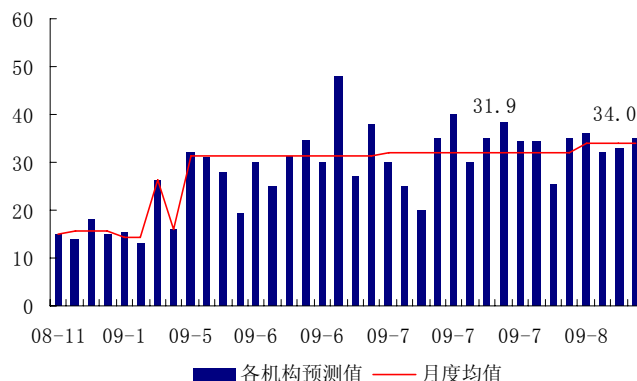


图9. 累计 FAI 增长率各机构预测值 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

微观乐观盈利预期

虽然 09 年中报同比增长为负，同时上市公司中报业绩超预期的比重继续下降，而低于预期的比重继续上升，截止 8 月 25 日，沪深 300 中已公布中报的 194 家上市公司中超预期的公司数所占个数和流通市值的比重较 09 年一季报下降，个股数比重由一季报的 27.8%下降为 25.3%，同时流通市值比重由 28.0%下降为 22.7%，同时，低于预期的公司数所占个数和流通市值的比重较 09 年一季报明显上升，分别由 72.2%和 72.0%上升至 74.7%和 77.4%。

图10. 沪深 300 业绩超预期个股数比重变化

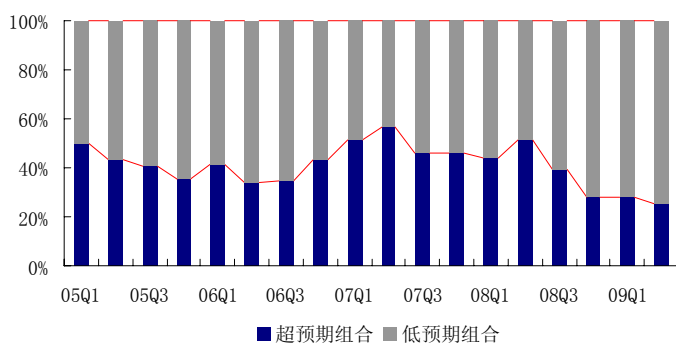
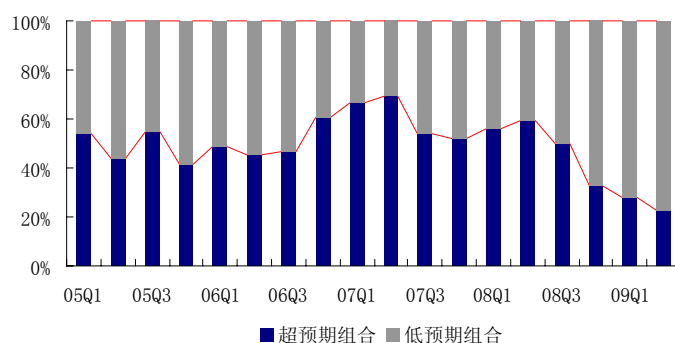


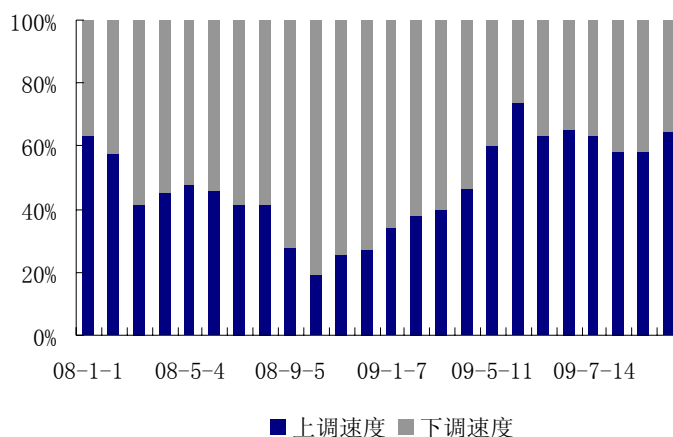
图11. 沪深 300 业绩超预期个股流通市值比重变化



资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

但是中报业绩并没有影响市场对于 09 年全年上市公司盈利的乐观预期,但近期 09 年沪深 300 净利润预期增速持续上调, 26 日已经上调至 22%，其中盈利预期上调的公司流通市值比重也保持在较高水平。我们认为在经济复苏明确下这种盈利预期的向上调整将形成趋势。

图12. 沪深 300 业绩调整速度



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

三、短期趋势仍然有向下压力

从以上两点看，9 月市场整体环境呈中性偏乐观，但我们认为在短期趋势之下，目前市场尚无法立即摆脱当前弱势震荡调整的格局。近期市场在跌破 8 月 31 日跌破半年线后，存在着震荡探底的趋势，同时市场成交量明显缩小，也显示目前市场信心不足，市场自身仍需要通过调整积聚向上的动力，因此，我们认为 9 月上旬市场将以震荡探底走势为主，在市场趋势向下压力释放后，市场在 9 月中旬基本面消息得到确认后有望企稳向上。

总体而言，我们认为 9 月市场出现在上旬震荡探底，中下旬企稳回升的走势的可能性较大，在市场震荡探底过程中，由于市场在 8 月由最高点最大跌幅达 19% 后，我们认为继续大幅下探的空间不大，但由于盈利预期的上调是一个渐进的过程，而估值水平在市场流动性回流下难以回复到 8 月 4 日高点，因此，我们认为 9 月市场在中下旬企稳回升过程中市场难以迅速突破前期高点，大致的运行区间在上证综指 2400 - 2800 点。

三、9 月市场投资策略

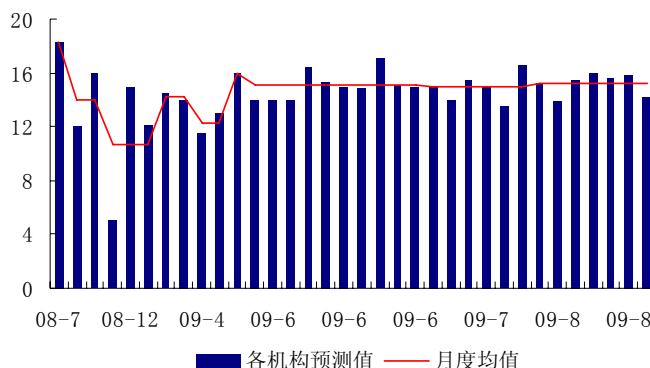
我们在下半年策略报告中基于对市场走势的分析，重点推荐了“复苏明确和估值安全”的行业，8 月市场走势已经验证了我们的判断。对于 9 月市场，我们认为基于对 9 月市场走势的判断，应遵循以下投资策略。

1、政策受益明显的行业

从近期政策来看，我们认为在中国经济复苏明确下，未来政策有将由“保增长、扩内需、调结构”中的“保增长”向“扩内需，调结构”转化。8 月 25 日，国家发展改革委主任张平在指出下半年要采取“继续扩大内需特别是消费需求”、“下更大力气推进结构调整”等八大措施巩固经济企稳回升势头时表示“中国将深化收入分配改革，逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动者报酬在初次分配中的比重。”8 月 26 日，温家宝总理主持召开的国务院常务会议指出，要抑制部分行业产能过剩和重复建设问题。我们认为 9 月政府可能会出台新的刺激消费政策，如，减税、完善社保、加大对中小企业的支持等等。

由此，我们认为，医药生物、商业零售、食品饮料、汽车、家用电器等内需消费品及服务板块将受益于政策转变。虽然其中部分行业目前估值水平已经较高，如食品饮料业，目前 A 股食品饮料类上市公司的动态估值水平已达 30x，与香港食品饮料类公司的估值水平相同，但我们认为未来行业盈利预期仍有上调可能，目前市场对 09 年国内社会消费品零售总额预测均值为 15.17%，低于我们对 09 年 15.40% 的预测，因此未来相关行业仍有上调盈利预期的可能，可以相对抵消估值较高的压力。

图13. 社会消费品零售额增速各机构预测值 %



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

2、复苏明确的行业

复苏明确是我们下半年策略报告的投资策略之一，我们仍然建议重点关注建筑建材、食品饮料、医药生物。

3、本轮调整力度较大的行业

本轮调整中，黑色金属、采掘、有色金属、房地产、金融服务等行业调整力度最大，均在 25%以上，在市场震荡反弹中，这些行业有反弹的动力，相关行业中部分行业也是估值弹性较大的行业。在相关行业中，我们认为黑色金属存在产能过剩及近期价格下调的负面影响。

综合上述三方面，我们建议 9 月市场在遵循市场走势判断的基础上，在上、下旬两个时间段应对上述三种投资策略进行不同的侧重，上旬更多的关注政策受益与复苏明确的行业，中旬更多关注超跌反弹的行业。

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

王凡: 策略分析师, 武汉大学商学院金融学专业硕士, 10 余年证券行业从业经验

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122