

9月A股投资策略

联系人

齐志华

电话: 0755-83716975

邮件: qizh@ghzq.com.cn

钟精腾

电话: 0755-83716750

邮件: zhongjt@ghzq.com.cn

张莹花

电话: 0755-83706284

邮件: zhangyh@ghzq.com.cn

邹璐

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

张韬

电话: 0755-83705129

邮件: zhangt01@ghzq.com.cn

市场走势



相关报告

《复苏预期下的景气行业轮动》——
2009年8月A股投资策略
2009年7月

《分享复苏真正来临前的资本盛宴》——
2009年中期A股投资策略
2009年6月

《谨慎应对股指高位震荡》——2009年
6月A股投资策略报告
2009年5月

分析师申明:

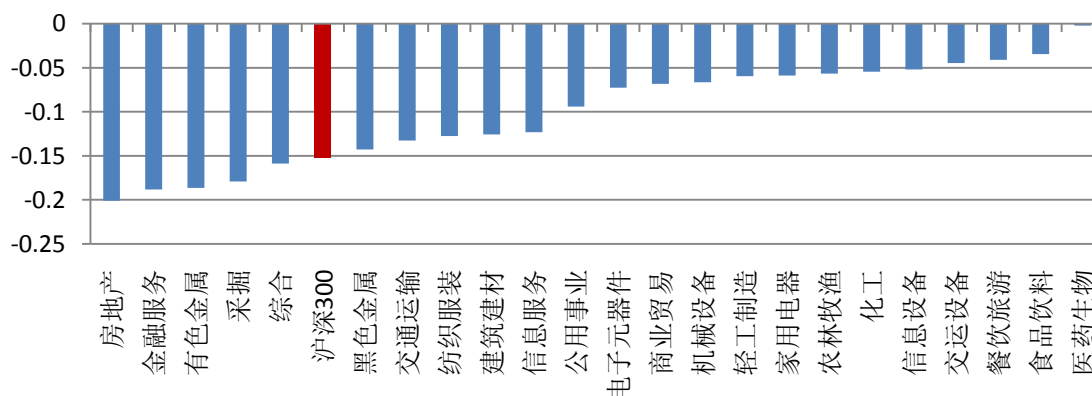
分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 8月以来指数出现大幅下滑,我们认为是7月新增信贷低于预期打击了投资者对充裕的流动性的信心,出现了恐慌性抛盘。8月我们预测新增信贷依旧不乐观,连续两个月较低的数据基本确立流动性缓慢收紧的趋势,投资者会完成对流动性预期的转变,因此股市会震荡筑底,未来股市的支撑和上涨动力会回归到股票本身的投资价值上,因此我们建议在9月12-15日经济数据公布后,择机买入低估值或者高成长的股票。
- 7月信贷低于预期主要原因是国家的货币政策微调 and 季节性因素。8月信贷依旧不乐观,主要因为银行的核心资本充足率不足导致银行的放贷能力受到限制。
- 虽然新增贷款数据不乐观,但不会对股市流动性产生影响,因为m1增速依然超过m2的增速,货币的活性在增加,居民存款活期化在加快,这些影响股市流动性的核心因素依然向上。目前基金和新发基金及保险机构有千亿资金准备入市。
- 中国的经济复苏态势稳定,工业增加值稳步回升。美国GDP开始回升,经济步入复苏期,对我国出口的拉动效应会逐渐显现。
- 截止8月28日已发布中报的公司1463家,净利润同比下降11.96%,好于一季度的下降25.81%。季度环比上升较快,年化ROE达到约13%,高于一季度的11.24%。按照此ROE计算今年的净利润略超过2007年。
- 根据中报的统计和研究员对第三季度的利润的预期,我们建议投资利润确定,当前估值低于历史平均水平较低的行业,和未来利润增长确定的行业。
- 9月投资相关的主题:创业板渐行渐近,关注明显受益于出口复苏的行业
- 建议超配的行业:食品饮料、电气设备、航运、通信、机械、汽车、医药、煤炭。

信心崩溃的8月和震荡筑底的9月

从7月28日以来，A股出现了一波快速的下跌行情，最大跌幅超过20%，单日跌幅5%左右的有4天，下跌过程基本没有反弹，成交量维持在较小的水平。这样超预期的崩溃式下跌的原因我们推测：一、对7月信贷收缩超预期的反应。二、央行追查贷款进入股市的情况。三、投资者信心的崩溃。7月信贷收缩是投资者有所预期的，一般预期都在5000亿左右，然而实际的信贷只有3559亿，这反应了国家货币政策微调的力度大于普遍的预期，今年股市上涨主要的动力就来源于对流动性宽松的预期，货币微调的力度超过预期相当于给快速行驶的股市列车当头一棒，对于经济数据反应较快的机构投资者率先开始了减仓。与此同时，央行要求各商业银行严查贷款流入股市的情况，虽然没有明确的数量，但是确实有企业快速的不计成本的抛售股票，撤出违规的资金。股市下跌再加上低于预期的经济数据的公布，以及多家券商建议短期内减仓的建议，严重打击了投资者的信心，引发了滚雪球式的下跌。从下跌最多的板块可以看出，明显的特征是都和流动性有强烈的相关性。这次下跌的底在哪里？我们认为取决于两个方面：一、跌到合理的估值区间。二、对信贷收紧预期的调整完成。目前股市已经处于合理的估值区间，虽然有一些股票仍然虚高，但是有估值优势的股票越来越多，随着3季度业绩的明确上升，个股投资机会已经来临。现在不确定的因素是8月的信贷数据，市场预期为5000亿，对此我们持谨慎态度，如果实际数据仍然较低，那么下半年的收紧的趋势就明确了，由此可能会导致部分大小非的减持，机构或者普通投资者的减仓，股市会再次寻底，此次寻底就完成了对流动性收紧预期的调整，未来关注的重点将转换到公司的实际业绩的提升上，如果实际数据确实为5000亿，那么股市可能会直接回升，因此关键的是时间点9月12-15日，经济和货币数据的公布以后，股市会调整筑底，可以择机买入低估值或者高成长的股票。

图1 8月多数行业大幅下跌



资料来源：WIND、国海证券研究所

7 月信贷低于预期，国家微调与季节性因素作用叠加

7 月份新增贷款 3559 亿元，出现快速回落，低于市场预期的 5000 亿左右的水平，我们在 7 月份的报告中就已经分析到 7 月初的货币政策微调可能带来新增信贷的快速回落，但是如此低的量依然是超出我们的预期的。

仔细分析 7 月份新增信贷快速回落的原因，我们可以总结出以下几个主要因素：

一是货币政策微调直接影响。7 月以来，货币政策出现一系列微调，包括央票利率和正回购利率相继上行，1 年期央票重启，央行向部分商业银行发行定向央票并进行窗口指导，银监会加强对商业银行的风险监管等等，这些政策的出台不可避免将直接或间接影响到银行的信贷行为，尤其是定向央票的发行将冻结银行资金，直接调控银行的放贷行为。

表 1 7 月初以来货币政策的微调

时间	具体微调措施
2009-06-30	央行正回购利率年内首次走高，3 天后央票利率也开始走高；
2009-07-09	央行决定发行 1000 亿央票，其中包括 500 亿的 1 年期央票，1 年期央票停发 8 个月后重启；
2009-07-14	媒体报道央行向部分商业银行发行定向央票，直接抑制这些银行的放贷行为。
	银监会召开 2009 年第三次经济金融形势通报会，刘明康在会上指出要严守拨备覆盖率底线，在年内必须将拨备覆盖率提高到 150% 以上；并提出要控制房地产贷款风险，严格执行
2009-07-17	“二套房”标准，严格按照规定执行住房按揭贷款首付款比例和贷款利率，对投资性住房要坚持首付高成数、利率严格风险定价和资信严格审查的原则，严格执行与借款人 100% “面谈” “面签” 制度，采取切实有效措施防范“假按揭”、“假首付” 现象的发生。

资料来源：国海证券研究所

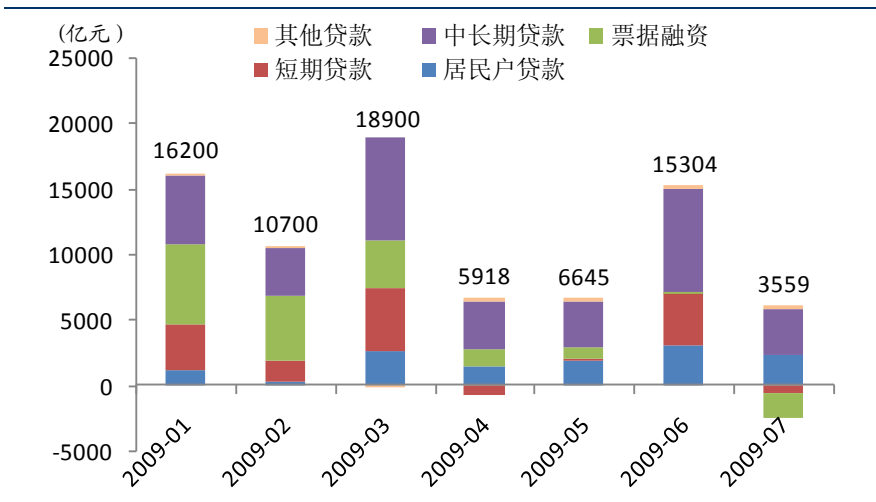
二是货币政策微调带来银行自身对信贷的自查，信贷自查工作的展开，提高了审贷的严格性，一定程度上也抑制了银行的放贷。

三是前期投放的大量票据融资到期，导致 7 月份新增票据融资 -1982 亿元，一定程度上拉低了 7 月份的新增贷款数据，如果不把票据融资计算在内，则 7 月份的新增信贷为 5541 亿元，在市场预期范围内。

由于今年一季度票据融资投放达到 1.48 万亿，而票据融资多为 3-6 个月的短期融资，因此，三季度票据融资到期压力加大，致使新增票据融资可能近几月都会出现较大负增长，不过，票据融资的到期多数可能

将置换成中长期贷款，促使中长期贷款继续快速增长，对整体新增信贷可能影响有限。

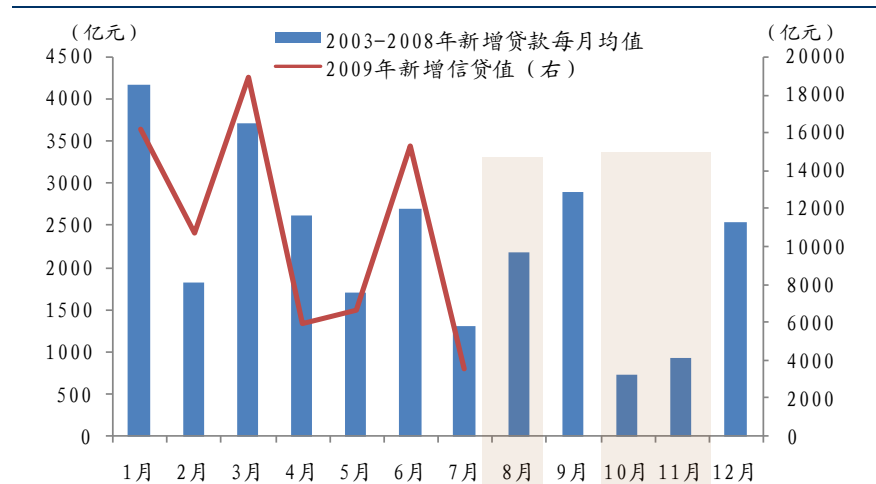
图2 新增贷款构成



资料来源：WIND、国海证券研究所

最后一个重要因素则与季节因素有关。根据2003-2008年新增贷款的月度分析看，我们可以发现除了10月和11月新增贷款均值较低外，7月份的新增信贷值也是比较低的。

图3 7月份新增信贷值一直都是历史较低水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

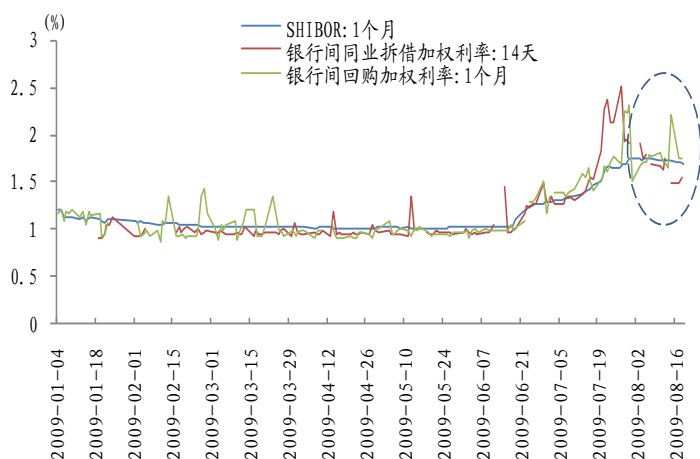
考虑到银行资本充足率不足的因素，我们对8月信贷持谨慎态度

受季节因素影响以及7月份新增信贷过快下降，我们认为8月份和9月份的新增贷款相比7月份都将有所回升。一方面，从历史规律看，在7月份新增贷款出现快速下滑后，8月份和9月份的新增贷款一般都

会反弹回升，好于7月份的新增信贷数据；另一方面，8、9月份受到货币政策微调直接影响可能相对7月份来说小一些，而且货币微调导致的银行信贷自查工作也将结束。从目前看，由于部分经济数据低于预期，近期央票发行利率已有所企稳，而市场资金利率水平也是出现走稳迹象，银行资金压力一定程度上有所减缓。

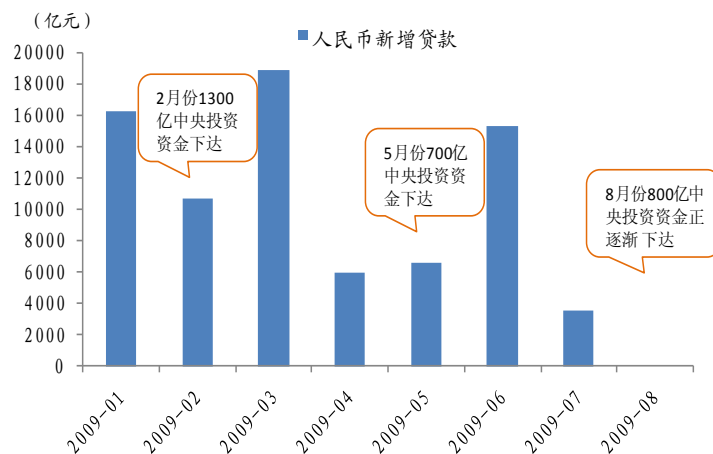
同时，我们认为中央投资后续资金继续投放带来地方政府资金配套需求，也将继续带动信贷的投放。今年2月份和5月份相继下达第二批和第三批中央投资资金后，3月份和6月份的新增信贷都出现快速增长，这可能与中央投资资金下达带来地方资金配套需求，从而导致信贷快速增长有关。因此，我们认为第四批800亿的中央投资资金逐渐下达后，9月份新增信贷可能还将迎来一个小高潮。

图4 银行间市场利率有所企稳



资料来源：WIND、国海证券研究所

图5 中央投资资金下达后第二月新增信贷出现快速增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

银行资本充足率面临不足可能成为制约新增信贷增长的风险

由于上半年信贷的巨量增长，许多银行的资本充足率以及核心资本充足率都出现快速下降，部分银行的资本充足率甚至已逼近监管要求的水平，如民生银行和深发展的资本充足率已接近8%的警戒线，核心资本充足率也是在4%上方不远。同时，近期银监会正就资本充足率问题征求各方面意见，资本充足率8%的门槛可能会提高至10%，如果提高则多家银行将不满足此要求。

因此，资本充足率面临不足可能将成为制约银行放贷的一大因素，也将是后续新增贷款可能低于市场预期的最大风险。如果各家银行能够通过融资融到足够的资金的话，则后续新增贷款仍将有较大上行空间。

鉴于短期内融资的困难,因此,可能 8 月份新增贷款数据回升幅度受限,我们初步预计在 4000 亿左右的水平。

表 2 银行资本充足率情况

银行	资本充足率			核心资本充足率		
	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2008Q4	2009Q1	2009Q2
工商银行	13.06	12.11	12.09	10.75	9.97	9.97
建设银行	12.16	12.37	11.97	10.17	9.60	9.30
中国银行	13.43	12.34	NA	10.81	9.88	NA
交通银行	13.74	12.77	12.57	9.54	8.88	8.81
招商银行	11.34	10.95	NA	6.56	6.54	NA
浦发银行	9.06	8.72	NA	5.03	4.84	NA
中信银行	14.32	13.42	NA	12.32	11.47	NA
兴业银行	11.24	NA	9.21	8.94	NA	7.41
民生银行	9.22	NA	8.48	6.60	NA	5.90
华夏银行	11.40	NA	10.36	7.46	NA	6.84
深发展	8.58	8.53	8.62	5.27	5.23	5.08
北京银行	19.66	NA	NA	16.42	NA	NA
南京银行	24.12	NA	15.20	20.68	NA	13.31
宁波银行	16.15	14.78	12.84	14.60	13.44	11.56

资料来源: 国海证券研究所

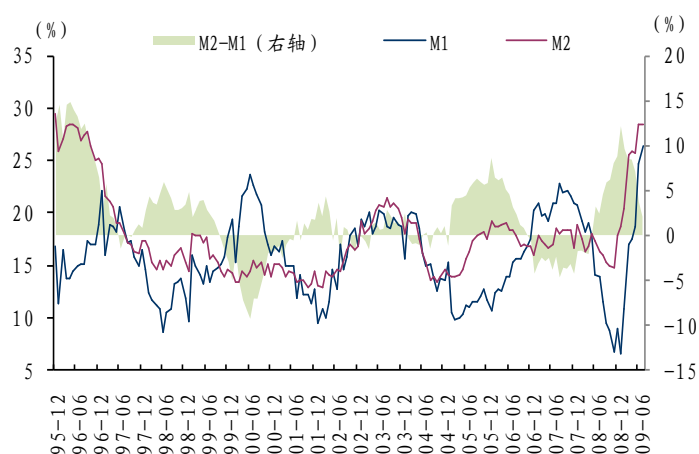
新增信贷增速下降并不意味着股市资金的不足,更多是对信心的冲击

2009 年 7 月末,广义货币供应量(M2)余额为 57.3 万亿元,同比增长 28.42%,相比上月回落 0.04 个百分点(6 月份为 28.46%);狭义货币供应量(M1)余额为 19.59 万亿元,同比增长 26.37%,比上月末高 1.6 个百分点(6 月份为 24.79%)。

M1 同比增速回升迅速,已连续两月创有数据统计以来的最高,而 M1 与 M2 之间的剪刀差继续减小,已连续 6 个月回落,从 6 月的 3.67 个百分点继续减小至 7 月份的 2.05 个百分点,存款活期化现象明显。从企业和居民的定期存款和活期存款的增长情况看,也可以发现,最近两月企业及居民的新增活期存款相比定期出快速回升,也反映出存款活期化现象。

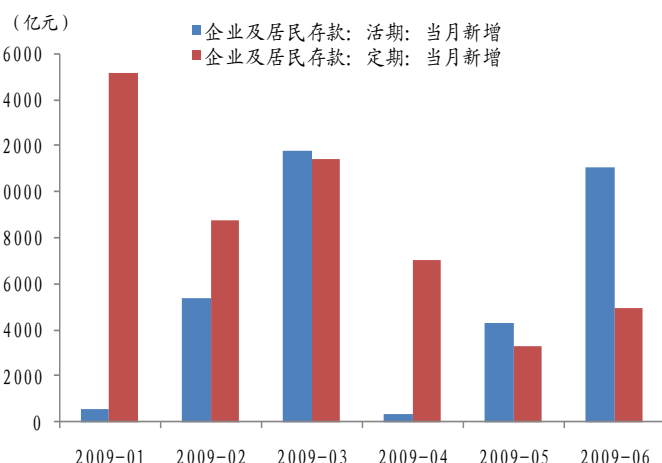
我们认为股市的资金更多的与 M1 构成正比,与 M1-M2 有强相关性,当前的 M1-M2 不断增加,对股市构成了良好的支撑,资金供给依然充足。

图 1 M2 增速掉头向下, M1 继续回升, 剪刀差继续减小



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 7 2 企业及居民的活期存款相比定期出现较快速回升



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 8 m1-m2 仍提供给股市上升的动力



资料来源: WIND、国海证券研究所

9月基金可入市的资金约1000亿，保险和社保也会在低位入市

从对基金的研究可以分析出8月基金出现减仓行为，约撤资400亿左右。新基金发行募集资金407亿，还有正在募集的8只基金，总计超过1000亿的资金可以入市，从ETF的申购和赎回情况看，普通投资者减仓后也未离开股市，准备在适当时机入市。社保和保险资金撤离股市较早，因此有大量的资金等待合适的投资时机，股市并不缺少资金。

表 3 与 2009 年中报相比，目前偏股型基金股票仓位略有减少

基金类型	2008 年年报	2009 年 1 季报	2009 年中报	2009. 8. 19
股票型	69.26%	77.78%	85.49%	83.47%
混合型	56.64%	64.63%	72.03%	72.44%

债券型	3.73%	6.82%	8.97%	10.38%
保本型	2.31%	10.89%	22.00%	23.06%

资料来源：Wind、国海证券研究所

表 4 8 月新成立基金合计募资 407 亿元（截止 2009.8.24）

证券代码	证券简称	发行份额(亿份)
460007	友邦华泰行业领先	22.5
213009	宝盈货币	14.6
050012	博时策略灵活配置	88.0
519186	万家稳健增利	12.8
070018	嘉实回报灵活配置	101.0
110020	易方达沪深 300	168.8
总计		407.7

资料来源：Wind、国海证券研究所

表 5 正在发行的基金

代码	名称	认购起始日期	认购截止日期	投资类型
240014.OF	华宝兴业中证 100	2009-8-26	2009-9-25	股票型
260112.OF	景顺长城能源基建	2009-8-20	2009-9-18	股票型
160119.OF	南方中证 500	2009-8-20	2009-9-18	股票型
233006.OF	大摩领先优势	2009-8-17	2009-9-18	股票型
570005.OF	诺德成长优势	2009-8-10	2009-9-10	股票型
090009.OF	大成行业轮动	2009-8-5	2009-9-4	股票型
206002.OF	鹏华精选成长	2009-8-4	2009-9-4	股票型
450008.OF	国富沪深 300	2009-7-30	2009-8-31	股票型
163808.OF	中银中证 100	2009-7-31	2009-8-31	股票型
620004.OF	金元比联价值增长	2009-7-27	2009-9-8	股票型

资料

表 6 8 月第 3 周 ETF 基金重现净申购

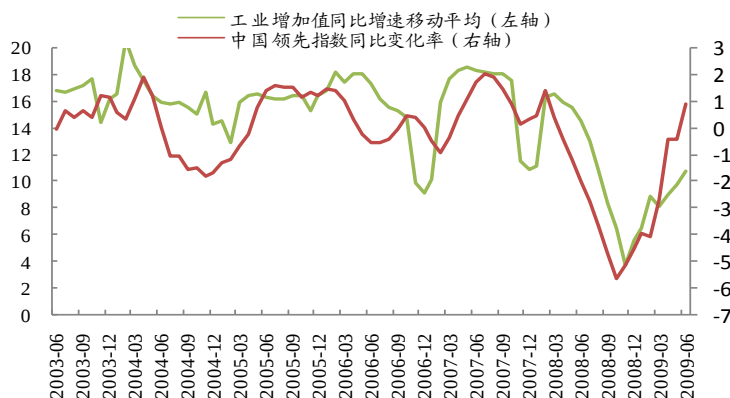
	华夏上证 50ETF (510050)			华安上证 180ETF (510180)			友邦华泰红利 ETF (510880)		
	申购份额 (亿份)	赎回份额 (亿份)	净申购份额 (亿份)	申购份额 (亿份)	赎回份额 (亿份)	净申购份额 (亿份)	申购份额 (亿份)	赎回份额 (亿份)	净申购份额 (亿份)
8 月第 1 周	28.82	32.26	-3.44	8.97	7.92	1.05	9.045	9.72	-0.675
8 月第 2 周	33.18	41.09	-7.91	5.07	13.92	-8.85	5.715	8.28	-2.565
8 月第 3 周	48.61	42.69	5.92	12.69	9.9	2.79	7.305	6.205	1.1

资料来源：上海证券交易所、国海证券研究所

国内经济稳定复苏，美国走上经济复苏之路

7月份规模以上工业增加值同比增长10.8%，相比上月提高0.1个百分点（6月份为10.7%），略微上扬，低于市场预期的12%左右的水平，但是累计同比增长已连续5个月回升，回升态势良好。我们认为在投资有望继续保持高位增长、出口逐步好转以及消费保持平稳增长的情况下，工业增加值有望继续保持回升趋势，经济增长回升态势不改。领先指数的同比变化也显示8月和9月工业增加值保持上升态势。

图9 中国领先指数同比变化率显示未来两个月工业增加值同比增速良好

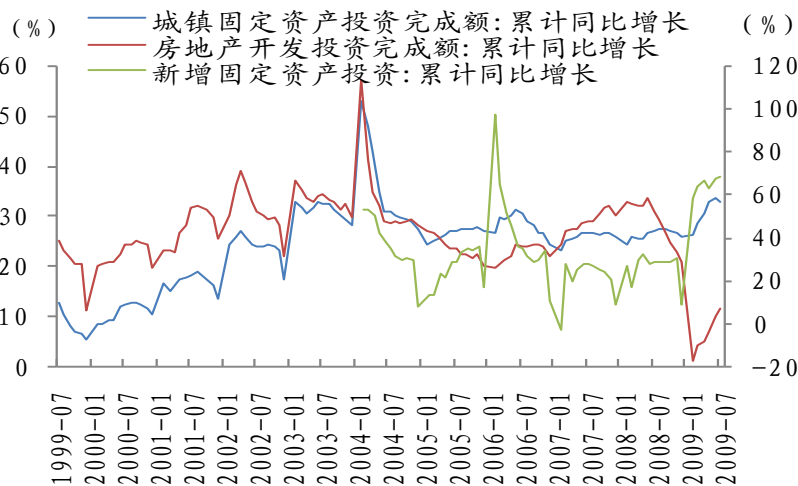


资料来源：Bloomberg、WIND、国海证券研究所

后续中央投资资金落实将继续拉动投资回升

7月份，城镇固定资产投资95392亿元，累计同比增长32.9%（6月份为33.5%），低于市场预期34%的水平，出现下滑。城镇固定资产投资7月份当月同比增长为29.95%（6月份为35.3%），回落幅度较大。不过，房地产投资继续回升，从6月份的累计同比增速9.9%回升至11.6%，当月同比增速则由18.05%上升至19.62%。

图10 城镇固定资产投资累计同比增速

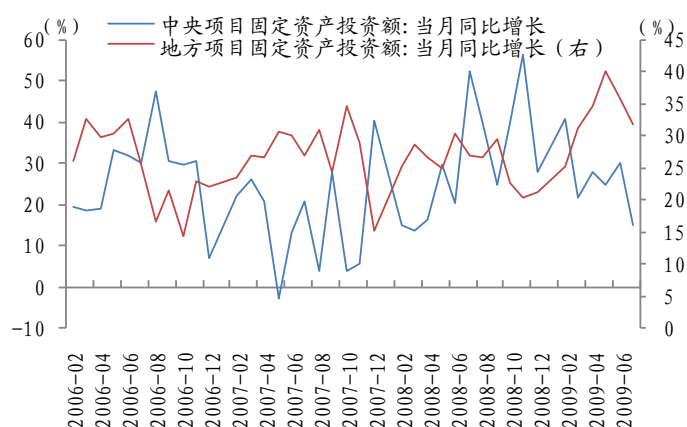


资料来源：WIND、国海证券研究所

仔细分析城镇固定资产投资回落的原因,我们认为主要有以下几大因素:

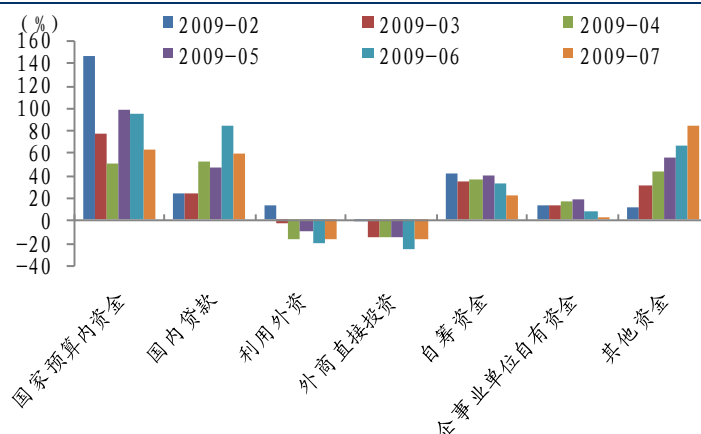
一是由于中央投资资金下达真空期及地方投资资金未落实的因素造成的。7月份,中央投资和地方投资都出现较大幅度下滑。由于继5月份下达700亿中央投资资金后,至第四批中央投资资金下达之间出现一段真空期,可能是导致中央投资下滑的重要原因。而地方投资经过前期快速增长后,配套资金落实不到位也制约了地方投资继续上行。

图 11 中央及地方固定资产投资当月同比增长



资料来源: WIND、国海证券研究所

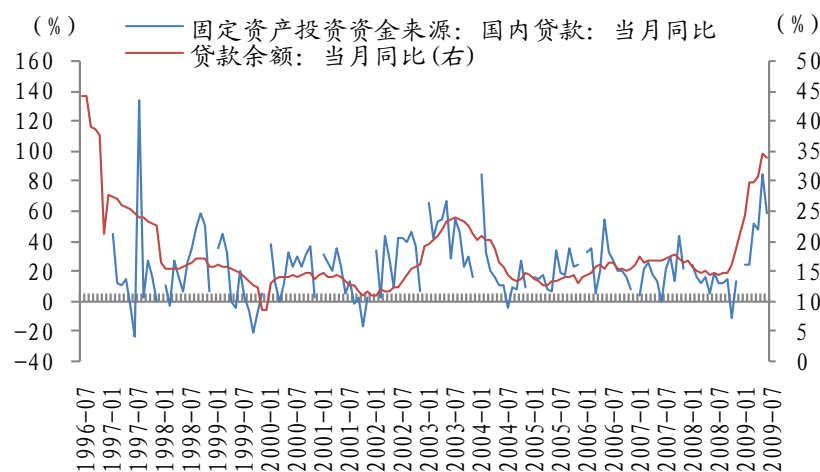
图 12 不同类型的固定资产投资资金来源当月同比增长



资料来源: WIND、国海证券研究所

二是7月份国内贷款的快速回落,造成固定资产投资资金来源中的国内贷款当月同比增速迅速下降,一定程度上对固定资产投资资金到位造成影响。

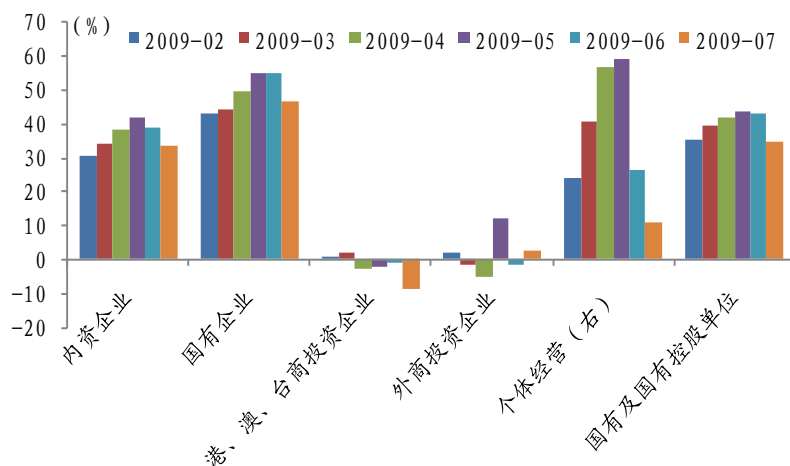
图 13 固定资产投资资金国内贷款来源与贷款余额增速密切相关



资料来源: WIND、国海证券研究所

三是反映了在政府投资效应下降的同时，私人企业投资增长尚不稳定。从不同的企业类型看，除国有企业、国有及国有控股单位的固定资产投资当月同比增速出现下降外，内资企业及个体经营企业、港澳台投资企业亦连续两月亦出现较快速的下降，尤其是个体营业投资降幅明显。

图 14 不同企业类型当月固定资产投资同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

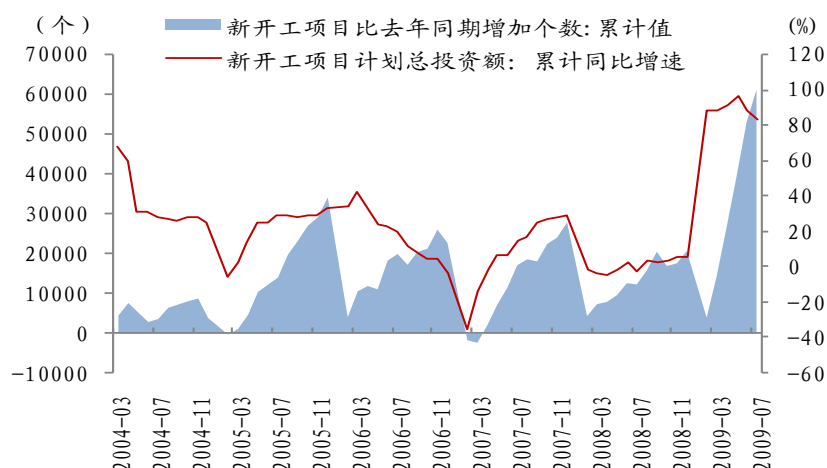
中央投资资金继续下达，有助于固定资产投资继续增长

虽然城镇固定资产投资 7 月份出现一个较快速的下滑，但是我们认为随着中央投资资金的继续投放，房地产投资的继续惯性上行，以及出口回升带动相关出口行业投资回升，都将使城镇固定资产投资增速继续维持一个高位，继续大幅下降的可能性小。

由于 8 月份正逐渐下达第四批 800 亿元的中央投资资金，而第四季度还将下达 1000 亿左右的第五批中央投资资金，投资资金呈现递增趋势。因此，随着中央投资资金的逐步下达，预计城镇固定资产投资仍将维持较高增速，预计 8 月份当月同比增速将回到 30% 以上，累计同比增速为 33.5%。

从新开工项目个数及计划总投资额看，新开工项目个数的累计值依然在继续增长，而新开工项目计划总投资额累计同比增速依然位于高位。这亦反映后续投资依然存在继续向上增长的动力。

图 15 新开工项目个数及总投资额同比增速



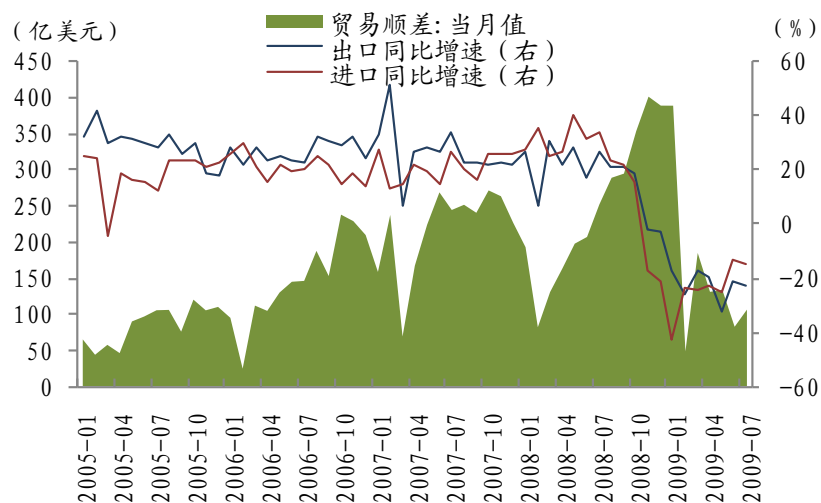
资料来源：WIND、国海证券研究所

出口回升将成为拉动经济回升的又一引擎

7 月份出口值今年以来首次突破千亿美元，为 1054.2 亿美元（6 月份为 954.1 亿美元），同比下降 23%（6 月份为同比下降 21.4%），虽然从同比看，出口增速依然低迷，但是环比继续回升，7 月份环比增长 10.4%（6 月份为 7.5%），已连续 3 个月保持快速增长态势，反映出口好转明显。

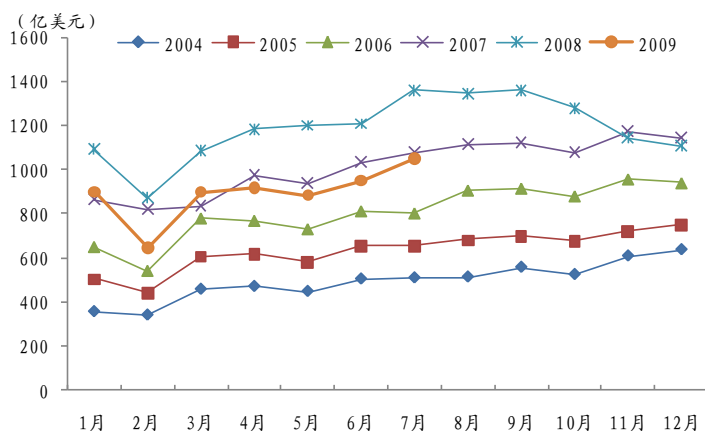
7 月份我国进口值为 947.9 亿美元（6 月份为 871.6 亿美元），同比下降 14.9%（6 月份为下降 13.2%），虽然同比增速有所降低，但是进口环比依然保持了较高增长，7 月份进口环比增长 8.7%。近两月进口的快速回升反映了国内经济增长对进口的拉动作用。

图 16 进出口同比增速及贸易顺差当月值



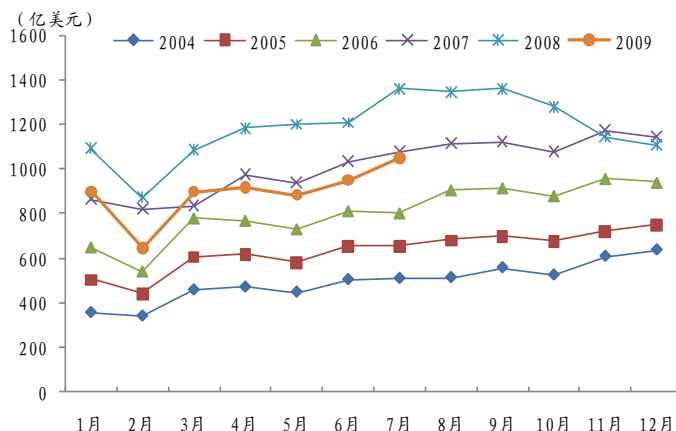
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17 7月出口当月值出现较快回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 近两月进口当月值出现较快回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

外围经济好转，将带动出口逐步回升

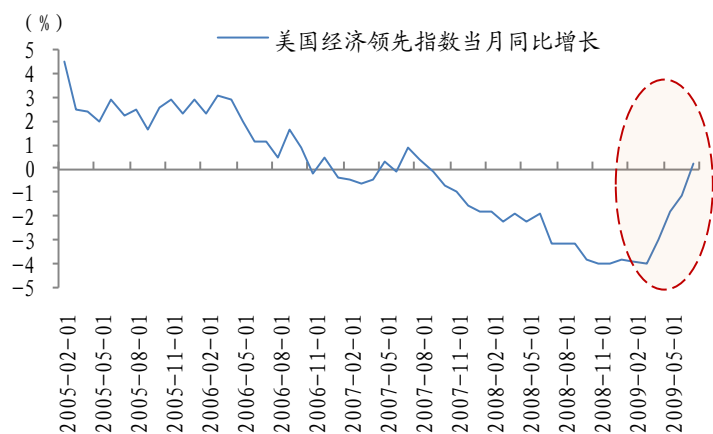
近期，美国经济数据利好不断，美国经济领先指标已连续 4 个月回升，美国复苏趋势日益明显。美联储主席伯南克亦于近期表示“美国 and 全球经济已开始趋稳并处于复苏边缘”，宣告美国经济复苏态势。7 月份美国失业率的下降更是带来了经济逐渐维稳的信号。

由于中国出口与美国等发达国家经济增长之间存在强关联度，因此，美、日、欧等发达国家经济的回升，对我国出口回升将构成强有力的支撑。

从美、日、欧国家经济增长情况看，美、日、欧 GDP 环比均已于二季度出现快速回升，尤其是美国，从一季度的环比增长-6.4%回升至二季度的-1.0%，回升了 5.4 个百分点，环比增长迅速，预计三季度可能回升至 2.0%的正增长水平，复苏态势将日益确立。而欧洲亦从一季度的-2.5%的降幅回升至-0.1%，日本从一季度的-2.6%回升至-0.2%，均好于市场预期。

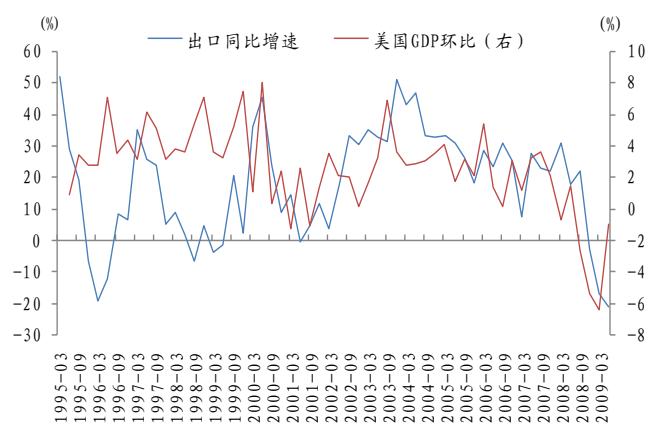
同时，这三大经济体的就业情况和消费者信心也出现好转，美国和欧洲的失业率已有所回落，三者的消费者信心相比一季度均有较大幅回升。因此，在以美、日、欧为首的发达国家经济回暖带动下，全球经济贸易将逐渐好转，而我国出口也将逐步回升。从我国对美、日、欧的出口情况看，已有所好转。

图 19 美国经济领先指数当月同比已连续四个月回升



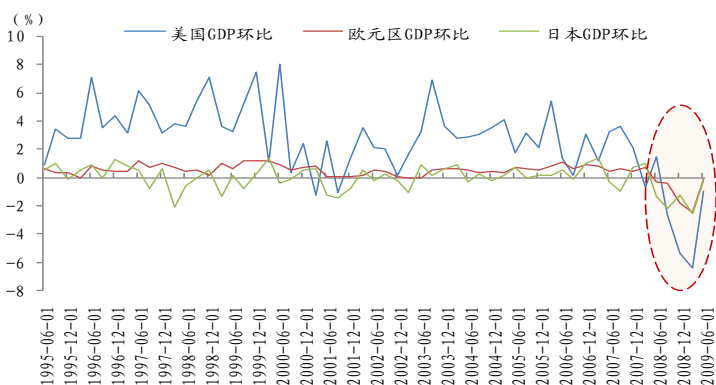
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 20 中国出口与美国 GDP 增长之间走势密切



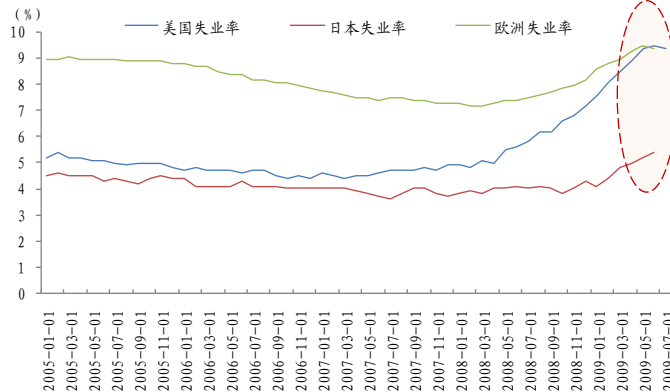
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 21 美、日、欧 GDP 环比都出现快速回升



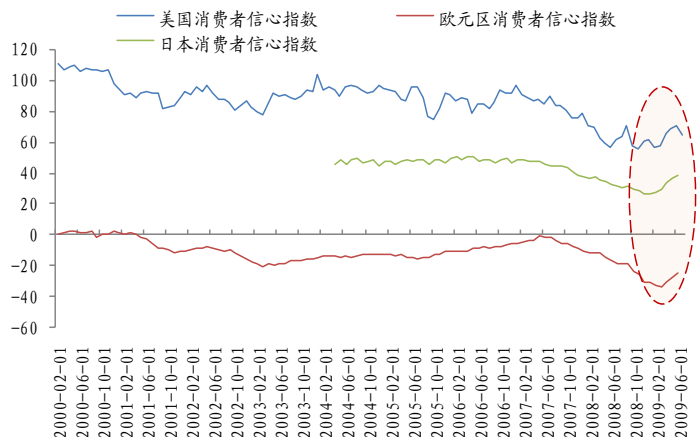
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 22 美国和欧洲的失业率出现企稳回落



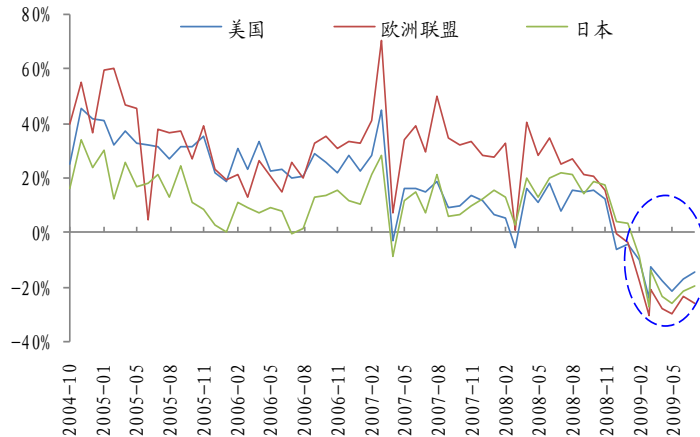
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 23 美、日、欧消费者信心指数保持回升趋势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 24 中国对美、日、欧的出口逐渐回升



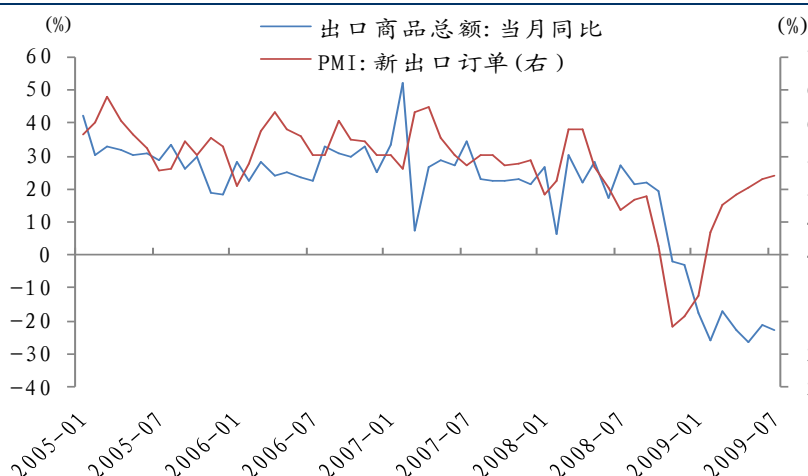
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

从 PMI 出口订单指数看，亦反映了出口情况的好转，并预示着未来出口可能继续改善。7 月份 PMI 新出口订单指数为 52.1，比 6 月份上升 0.7 个百分点，已连续 8 个月回升，并连续 3 个月在 50 以上。

因此，我们认为出口环比仍将逐步回升，鉴于去年 8 月份出口值的基数相对有所回落，而往年经验看，8 月份出口值环比都是继续回升的，因此，8 月份出口同比增速可能将回到-20%以上，初步预计为-18%，到第四季度出口同比则可能出现更快速回升，并可能回到正增长以上。

进口环比在内需的带动下亦可能继续快速回升，预计 8 月份进口同比增速为-10%左右。

图 25 PMI 新出口订单已连续 8 个月回升，并已 3 个月高于 50

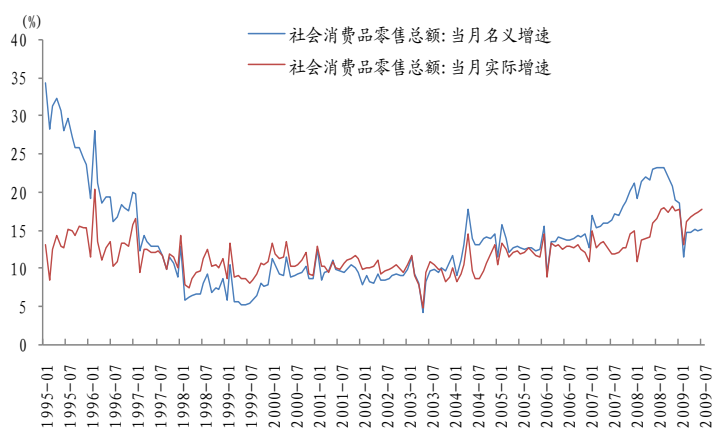


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

就业及收入情况的好转，有望继续带动消费稳步回升

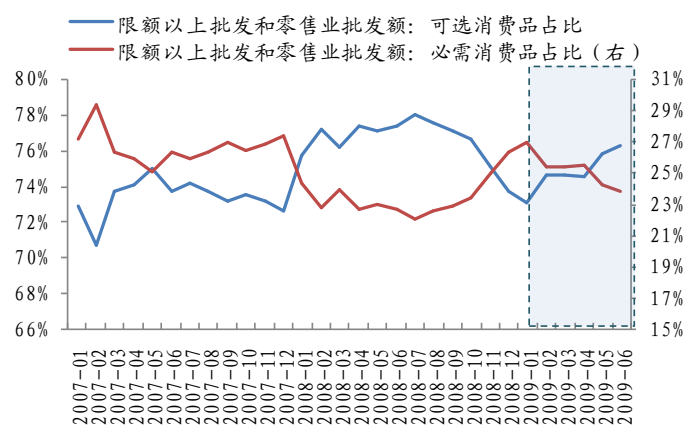
7 月份，社会消费品零售总额 9937 亿元，同比增长 15.2%，比 6 月份加快 0.2 个百分点，继续保持平稳增长。从消费结构看，去年四季度以来快速下滑的可选消费品出现快速回升，而必需消费品继续出现回落。由于在经济扩张期，人们对于可选消费品的需求一般都会逐渐上升，而必需消费品占比则会有所下降。因此，可选消费品的持续回升反映人们对于经济增长的信心，而这又将推动消费继续保持平稳增长。

图 26 社会消费品零售总额保持平稳增长



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 27 消费结构逐渐改善

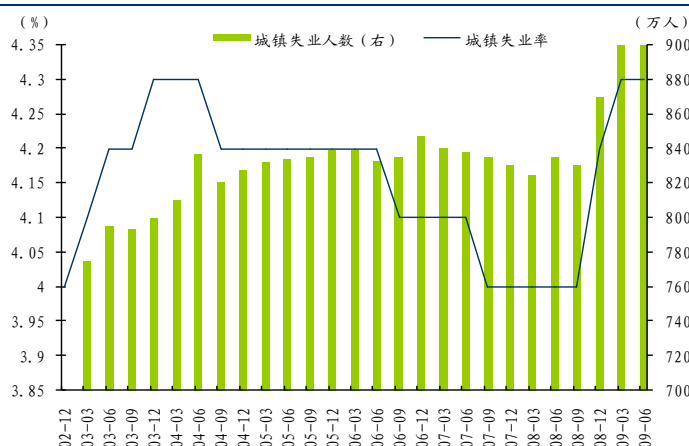


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

失业率的上升以及收入的下降是导致前期消费快速下滑的重要原因，但是从近期看，这两个负面因素已有所减缓。

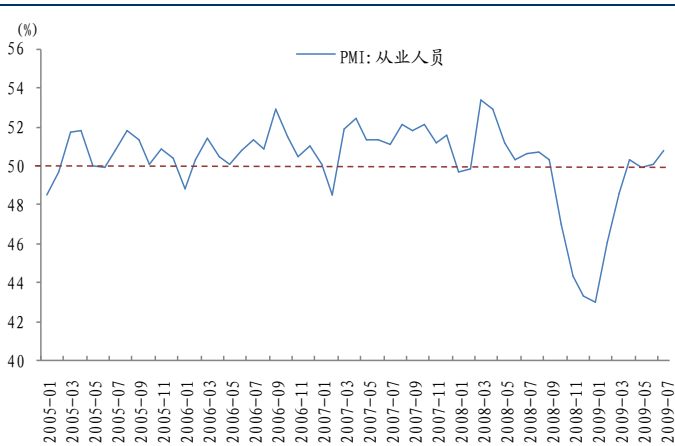
二季度城镇失业率与一季度相平，均为 4.3%，反映城镇失业情况已有所企稳，未继续恶化。可能城镇失业率数据会有所失真，反映滞后，但是我们从 PMI 从业人员指数亦可以看出，自年初以来，PMI 从业人员指数已连续 6 个月回升，且有 3 个月位于 50 以上，反映出就业情况的好转。随着出口的回暖，预计就业情况仍有望继续改善。

图 28 二季度城镇失业率与一季度相平，出现企稳



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 29 PMI 从业人员指数快速回升，已站上 50



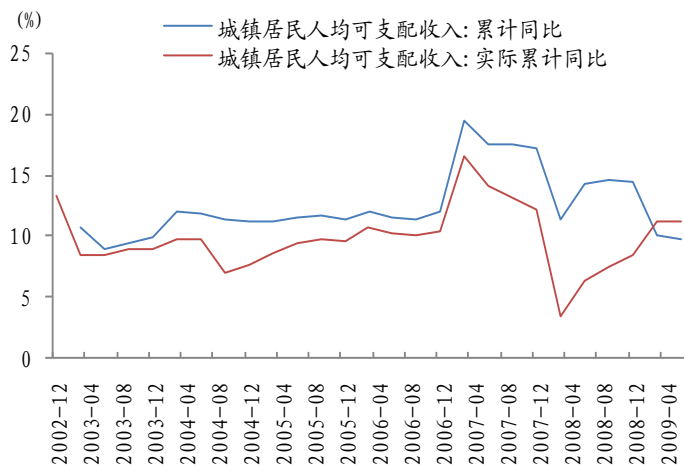
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

同时，城镇及农村居民的收入在经过前期的快速下滑后，已有所企稳，我们认为随着经济的逐步企稳回升，收入下滑情况将继续有所改善。

同时，政府正不断加强对社会保障体系的投入以及医疗制度的改革，而这将降低人们生活的成本，有利于提高居民的消费能力。

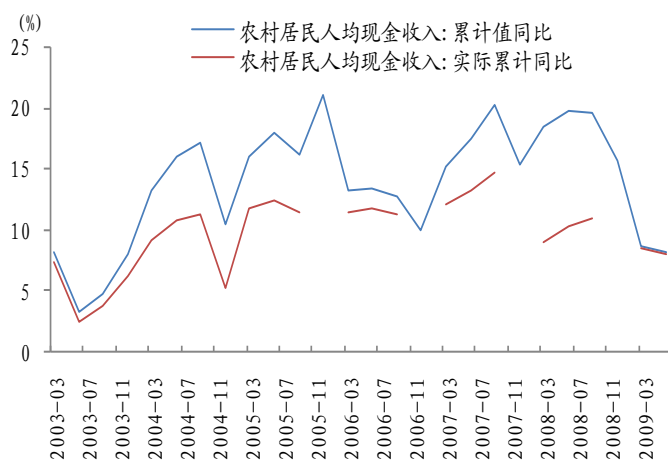
因此，在促消费政策效应逐渐递减后，就业及收入情况的好转将成为拉动消费继续平稳增长的后续力量，而保消费政策的不断加强则是消费中长期增长的基础。预计8月份消费依然保持15.2%左右的增长水平。

图 30 城镇居民收入名义降幅趋稳，实际同比增长回升



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 31 农村居民收入降幅趋稳



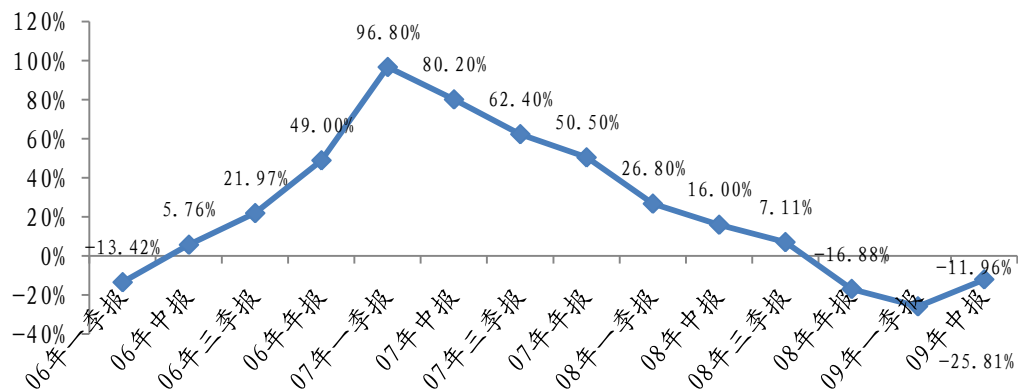
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

企业利润随经济复苏逐步提升，股市迎来新的上涨动力

2009年初以来，对流动性过度宽松的预期支持了股市的快速上涨，目前流动性从过度宽松转向适度宽松，对流动性预期的改变导致了股市的下跌。我们认为，随着经济的稳步复苏，企业利润的提升带来的企业价值的重估会成为股市当前的支撑，和未来上涨的强劲动力。

截止8月28日，已有1453家A股上市公司披露2009年中报，占全部上市公司的90.8%。统计显示，已披露中报的上市公司2009年中期净利润同比虽然仍负增长11.96%，但相对2009年一季度25.81%的同比负增长率，降幅已明显收窄。

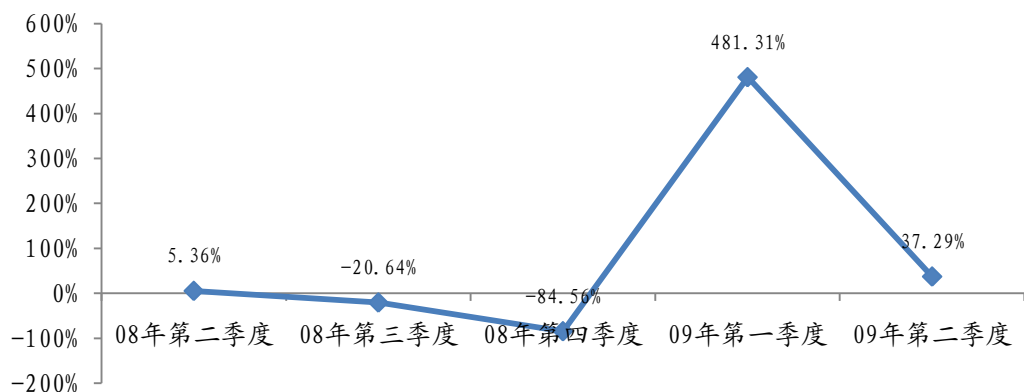
图 32 上市公司净利润同比增长率



资料来源: WIND、国海证券研究所

从环比看，受全球金融海啸及大量计提等影响，其实上市公司业绩最差的是 2008 年第四季度，2008 年第四季度环比增长-84.56%。但随后上市公司业绩见底回升，其中 2009 年一季度净利润环比锐增 481.31%，而截止 8 月 28 日已披露上市公司第二季度净利润环比达到 37.29%。

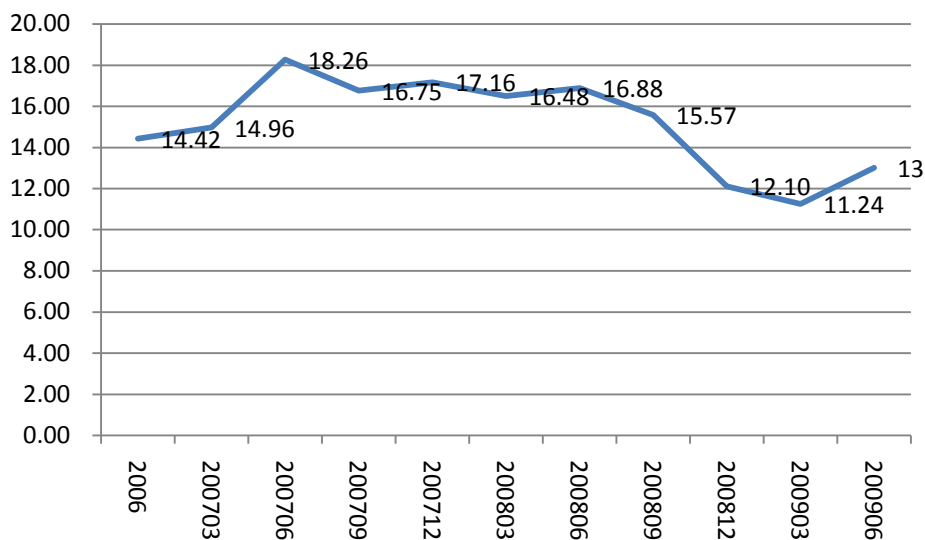
图 33 上市公司净利润环比增长率



资料来源：WIND、国海证券研究所

我们将 2009 年中报的 ROE*2 简单的年化，可以看出上市公司的利润已经快速的恢复，维持此 ROE 不变由此推算年底的净利润可以略微超过 2007 年的净利润。

图 34 A 股市场 ROE

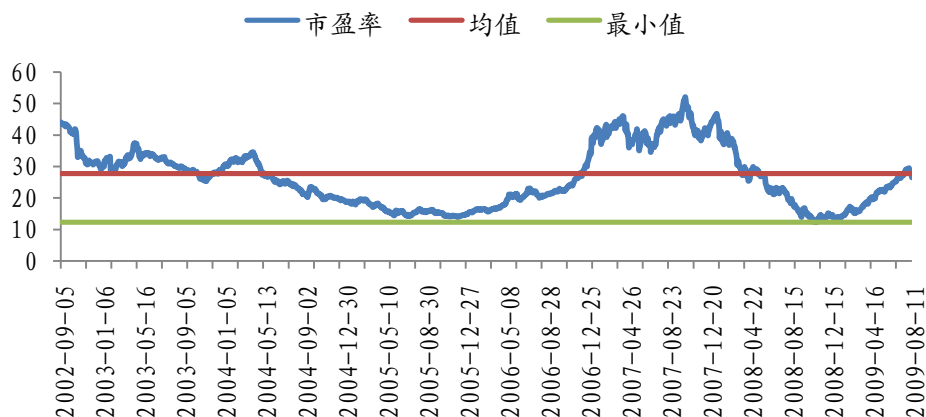


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

在这样的利润预期下，我们观察当前的估值情况。用 2009 年 7 月 27 日的总市值除以预测利润，得到今年的 PE 约为 24 倍。与历史的市盈率相比，今年的动态 PE 是略低于历史均值的。从对未来的利润预期

来看，年底的 ROE 仍有上升的空间，PE 会继续降低，而且我们仍处在经济复苏的初期，根据历史经验仍有 3-4 年才会到达经济的峰值，企业利润会随着经济向好不断提升。因此我们建议择机买入有投资价值的股票。

图 35 A 股历史市盈率与均值

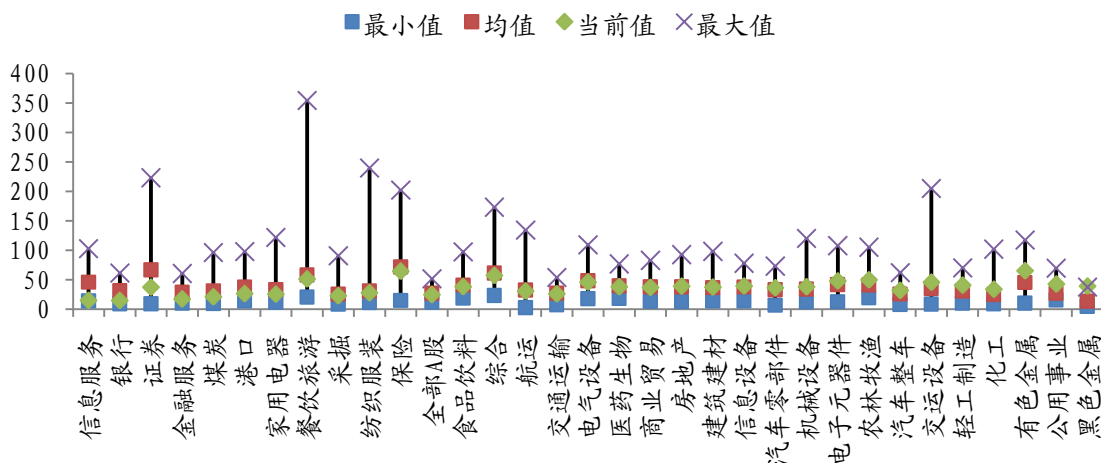


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

我们建议投资两个方向：一是估值相对低的板块和股票。二是未来成长性高的股票。

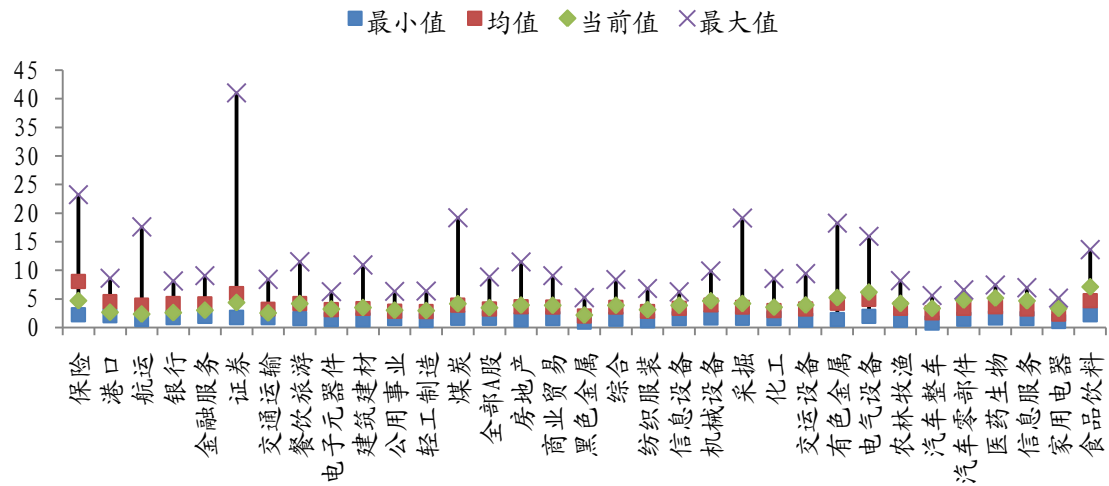
因为各个行业平均估值水平是不相同的，所以我们用相对的低估值来衡量。统计 2001 年到目前的 PE 和 PB 的各行业的平均值，用当前的 PE 和 PB 与均值进行比较，溢价水平由低到高排列。由此得到目前比历史平均水平低估较多的板块为：银行、证券、煤炭、港口、餐饮旅游、保险。

图 36 A 股行业 PE 水平（按相对于历史平均水平溢价排序）（从 2001 年开始统计）



数据来源：WIND、国海证券研究所

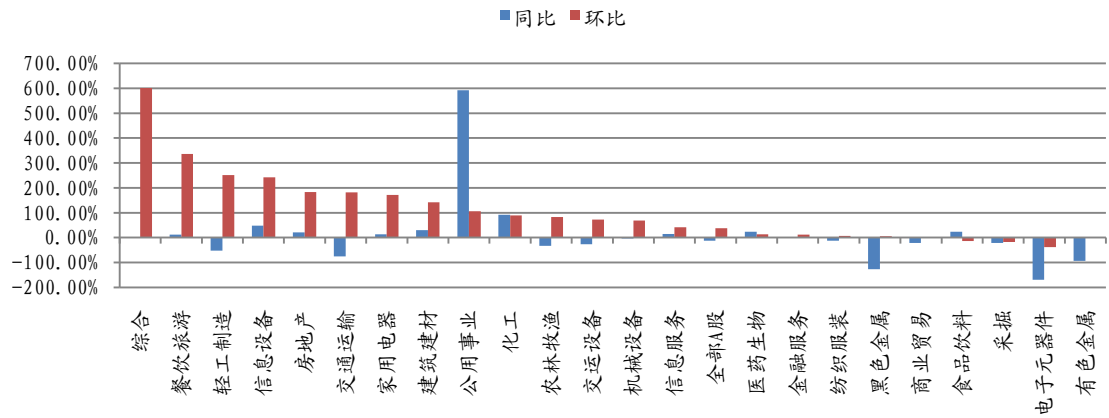
图 37 A 股行业 PB 水平（按相对于历史平均水平溢价排序）（从 2001 年开始统计）



数据来源：WIND、国海证券研究所

我们统计了 2009 年 8 月 28 日为止上市公司中报的同比增长和二季度对一季度的环比增长率，并根据公司研究员对三季度业绩的判断选出相对确定性增长的行业。食品饮料、医药、电力设备、汽车、工程机械和通信设备

图 38 2009 年第二季度利润同比、环比增长率



数据来源：WIND、国海证券研究所

表 7 业绩增长较为确定行业

行业	评述
食品饮料	1、食品饮料行业三季度同比增长约 10%；2、其中白酒子行业产量继续保持高于 20% 的增长，在整体价格趋涨的情况下有望保持 10% 以上的销售和利润增长；啤酒产量同比增长约 6%，销售收入和利润同比增长 10% 以上； 3、主要上市公司利润情况同比可望保持 10-20% 的增长。

医药	1、医药行业三季度利润总额同比增长 26.03%，环比增长 23.12%，原因在于原料药复苏持续、中西制剂药稳定增长、生物医药快速增长； 2、子行业化学原料药三季度利润总额同比增长 15.45%，环比增长 44.46%，原因在于主要原料药品种量价延续触底反弹，复苏势头持续； 3、子行业生物生化三季度利润总额同比增长 50.23%，环比增长 58.69%，原因在于政策倾斜促进产业化扩大，新流感疫苗进入市场推广； 4、子行业中成药三季度利润总额同比增长 33.13%，环比增长 20.86%，原因在于医保覆盖继续扩大，消费持续增长，低端及零售市场有所恢复。
电力设备	1.从业绩支撑、基本面角度来看，电力设备行业仍是逆经济周期中依然保持增长的最确定的行业之一； 2、从行业数据看，电气设备行业整体营收和盈利变化不大，但上市公司各子行业龙头公司三季度同比净利增长 10%较为确定。
汽车	1、 随着整个汽车市场的升温，中高档轿车开始复苏，同时市场预期购置税优惠范围扩大也将带动中高档车型的热销。同时，商用货车在物流复苏、轻卡换购补贴改直补；商用客车在旅行、返乡、返校高峰期等因素作用下将同比和环比大幅增长。业绩改善明显的汽车板块可能在这轮市场大跌后率先发力。 2、三季度是汽车销售的传统淡季，尽管 7 月出现淡季不淡的局面，但是我们还是预计在季节性因素的作用下，汽车重点企业（集团）实现销售收入较 2 季度减少 15%，达到 3150 亿元，同比增长 10%。
工程机械	1、经济复苏，4 万亿布局导致房地产和基础建设投资加速，由此带动土石方工程机械和汽车等复苏先导行业生产用机床类上市公司业绩增长； 2、在基础设施建设拉动和房地产开工面积回升的影响下，混凝土机械将实现 30%以上增长，起重机将实现 15%以上的增长。
通信设备	1、3G 业务酝酿新一轮增长。随着各大运营商 3G 网络建设的顺利进行，制约移动互联网的带宽瓶颈打通，未来 3G 业务必将不断丰富发展，进而改变人们的生活方式，经过 1-2 年的导入期，3G 业务将会爆发性增长。通信设备景气依然。在 3G 投资大规模启动、宽带数据投资快速增长带动下，国内电信投资 2009 年步入高潮。与此同时，国内品牌设备厂商市场份额上升，通信设备行业业绩增长确定； 2、通信设备行业 09 年盈利增长确定，个体差异很大，季节性并差别也大。以中兴通讯为例，09 盈利增长约 40%，4 季度盈利约占全年一半。

资料来源：国海证券研究所

9 月投资相关的主题

创业板渐行渐近 创投概念潜流暗涌

7 月 16 日起证监会将受理创业板上市申请，预计创业板将于十月中下旬推出。创业板推出指日可待，我们认为，创投概念股有望走出一波“迎新”行情。

在创投概念股中，不少鱼目混珠，投资者应去伪存真，关注每股所

含优质创投公司注册资本较多的上市公司。综合分析，投资者可重点关注力合股份、大众公用、紫光股份等创投“含金量”高居前列的个股。

表 8 上市公司每股所含优质创投公司注册资本

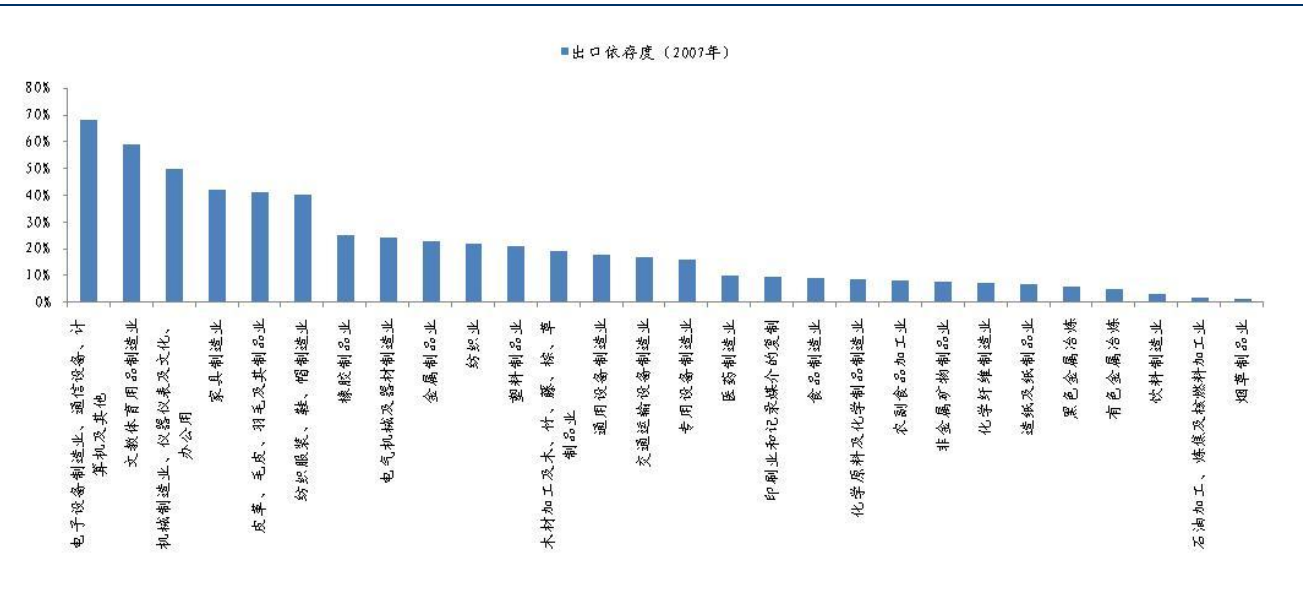
代码	上市公司	总股本（亿股）	持有创投公司的股份比例	注册资本（亿元）	上市公司每股所含的创投公司注册资本（元）	所参股的创投公司
000532	力合股份	3.45	57.15%	1.66	0.28	珠海清华科技园创业投资有限公司
600635	大众公用	14.95	20%	16	0.22	深圳市创新投资集团有限公司
000938	紫光股份	2.06	16.00%	2.5	0.19	清华紫光科技创新投资有限公司

资料来源：WIND、国海证券研究所

关注明显收益于出口复苏的行业

美国已经迈出经济复苏的脚步，欧盟和日本紧随其后，9 月是每年出口最好的月份，投资与出口复苏相关的行业可以说是正当时。我们使用出口交货值/工业总产值来衡量各个行业的出口依存度，由于这两组数据重叠的时间区间只有 2007 年，因此只能得出当时各行业的出口依存度。

图 39 2007 年各行业出口依存度



资料来源：WIND、国海证券研究所

综合研究员的预测，未来一段时间出口复苏受益行业主要集中在航运、机械、电子、汽车及零配件、通信设备、造纸、港口、家具、纺织服装。

行业配置

表 9 9 月行业配置

超 配	标 配	低 配
汽车	银行	有色金属
医药	保险	
煤炭	证券	
食品饮料	地产	
机械	化工	
电气设备	家电	
通信	建筑	
航运	建材	
	钢铁	
	农林牧渔	
	电力	
	商业零售	

资料来源：国海证券研究所

表 10 9 月 A 股股票池

股票代码	股票简称	投资评级	市价		EPS			PE		
			8.27	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
宇通客车	600066	买入	13.85	1.02	0.78	0.89	13.58	17.76	15.56	
上海汽车	600104	买入	18.28	0.10	0.68	0.75	182.80	26.88	24.37	
中联重科	002097	买入	17.05	1.03	1.27	1.41	16.55	13.43	12.09	
中国联通	600050	买入	6.61	0.93	0.23	0.32	7.10	28.33	20.58	
青岛海尔	600690	买入	15.73	0.57	0.72	0.88	27.40	21.70	17.79	
中国神华	601088	买入	32.37	1.34	1.7	1.97	24.16	19.04	16.43	
西山煤电	000983	增持	34.57	1.44	1.02	1.95	24.01	33.89	17.73	
泸州老窖	000568	增持	29.59	0.91	1.15	1.48	32.58	25.82	20.00	
金枫酒业	600616	增持	15.17	0.57	0.62	0.80	26.71	24.50	18.93	
特变电工	600089	增持	20.04	0.54	0.77	0.99	37.11	26.03	20.24	
华东医药	000963	增持	14.31	0.39	0.56	0.70	36.69	25.55	20.44	
益佰制药	600594	增持	13.34	0.42	0.53	0.62	31.76	25.17	21.52	
华新水泥	600801	增持	21.54	1.14	1.49	1.65	18.89	14.46	13.05	
中信证券	600030	增持	27.84	1.10	1.56	1.79	25.31	17.85	15.55	
兴业银行	601166	增持	32.89	2.28	2.30	2.49	14.44	14.33	13.21	
百联股份	600631	增持	13.90	0.32	0.47	0.59	43.44	29.57	23.56	
金融街	000402	增持	12.24	0.42	0.59	0.65	29.22	20.61	18.92	
广州友谊	002093	增持	14.48	0.72	0.79	0.91	20.11	18.33	15.91	

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。