

经济数据制约的反弹

报告要点

■ 一周市场回顾

受美元走弱的影响，国际有色金属价格近期出现较大幅度的上涨。受此影响，有色金属行业成为上周领涨市场的板块。食品、蔬菜、猪肉等价格的上行也在很大程度上导致了农业股上周的强势。从资金流向上看，低 PE 的股票金融和地产成为上周资金净流入最大的两个行业。前期强势的采掘业则出现了明显的资金净流出。这种资金的净流出在上周五表现得更为明显。

■ 民间投资增长成政策着力点

国务院办公厅为贯彻落实《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》提出的各项政策措施，需要进一步明确部门和地方的主要工作任务，研究提出具体实施办法发出《关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知》。此次通知的出台在具体分工上对各部门及地方政府的工作方向和责任范围做了明确的细化，即使从通知表面上我们无法得出相应的投资获益程度，但可以期待的是随着各部门及地方政府更加细节的制度规划出台后民营经济发展空间的大幅拓展。

■ PMI 显示经济活力进一步降低

PMI 综合指数较上个月继续下跌，为 51.2；生产指数由 55.8 下降到 52.7。虽然这两个指标仍然保持在 50 以上的扩张区间，但扩张动能已经日益趋弱。产成品库存指数出现下降，并向下突破了 50 的分界线，这显示去库存的行为在 7 月份已经展开。

■ 经济数据制约的反弹

7 月 PMI 显示制造业生产活力的下滑，工业增加值同比会在 6 月的水平上继续下滑。市场在经历 7 月中报推动下的上涨之后，对于三季度去库存中所蕴含的业绩风险也会逐步反应。而经济数据则是强化这种预期的开始，其也将是制约反弹上行一大阻力。

■ 近期配置建议

在配置上，除了我们一直强推的低估值的配置方向上外，我们也从库存领先的角度去选择行业。从 PMI 产成品库存指数的比较上，交运设备、化工行业已经处于 50 以下。这表明这两个行业去库存行为展开的较好。我们的近期配置也将其提高到超配，并等待进一步的机会。

相关研究

《工业下降加速、小周期衰退提前确认--2010 年 7 月宏观经济模型更新及配置》，邓二勇、李冒余，2010 年 7 月 15 日

《中报业绩预览，估值修复行情的上演》，邓二勇，2010 年 7 月 28 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

一周市场回顾	4
资金流向与板块涨跌	4
两市涨跌幅居前个股情况	5
一周重要政策及信息回顾	6
国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知	6
天津拟耗资 2000 亿建全球最大金融区	6
工行发布 450 亿 A+H 再融资方案	7
每周策略观点及配置建议	7
反弹面临经济数据的制约	7
美元指数走向、估值变动与报告索引	9

图目录

图 1: 上周各行业涨跌幅	4
图 2: 行业资金净流入状况	4
图 3: 7 月 30 日各行业资金净流入状况.....	4
图 4: 7 月 23 日概念板块资金净流入前 20.....	5
图 5: PMI 产成品库存指数变化	8
图 6: 美元趋势变动	9
图 7: 风格指数估值变动情况.....	10

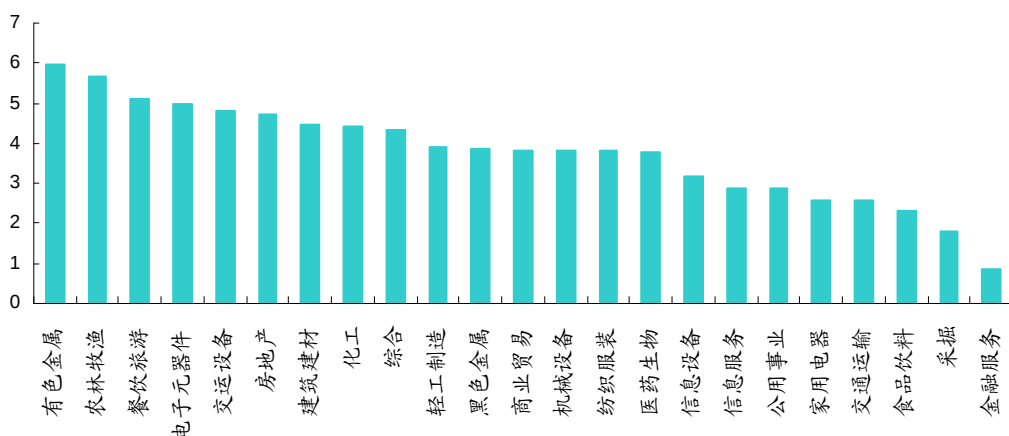
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评.....	5
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评.....	6
表 3: PMI 分项数据变动	7
表 4: 行业估值比较	9
表 5: 长江证券宏观策略近期主要研究报告	10

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌

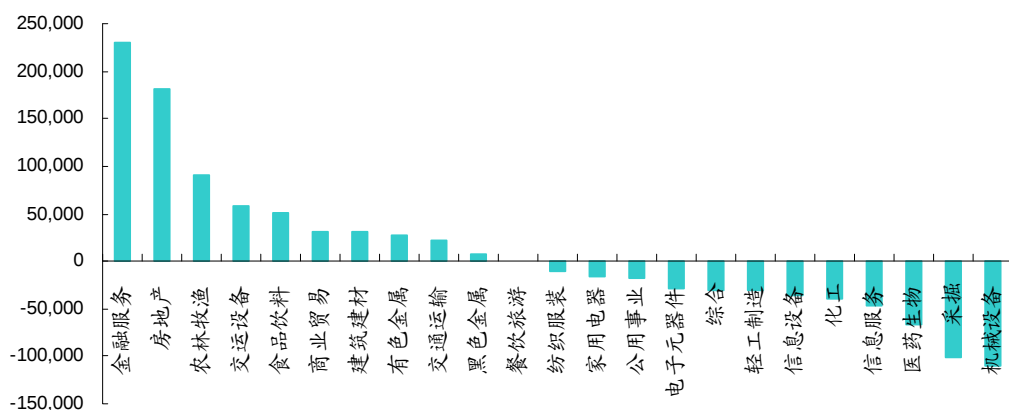
上周，上证综指收报 2637.50 点，上涨 2.55%；深证成指收报 10785.35 点，上涨 2.44%。沪深 300 指数收报 2868.85 点，上涨 2.71%。有色金属和农林牧渔领涨市场。受美元走弱的影响，国际有色金属价格近期出现较大幅度的上涨。受此影响，有色金属行业成为上周领涨市场的板块。食品、蔬菜、猪肉等价格的上行也在很大程度上导致了农业股上周的强势。从资金流向上看，低 PE 的股票金融和地产成为上周资金净流入最大的两个行业。前期强势的采掘业则出现了明显的资金净流出。这种资金的净流出在上周五表现得更为明显。

图 1：上周各行业涨跌幅



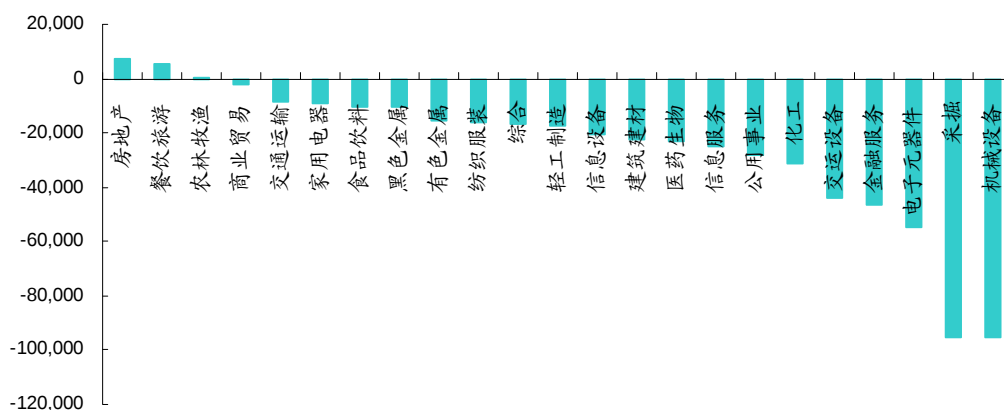
资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 2：行业资金净流入状况



资料来源：长江证券研究部

图 3：7 月 30 日各行业资金净流入状况

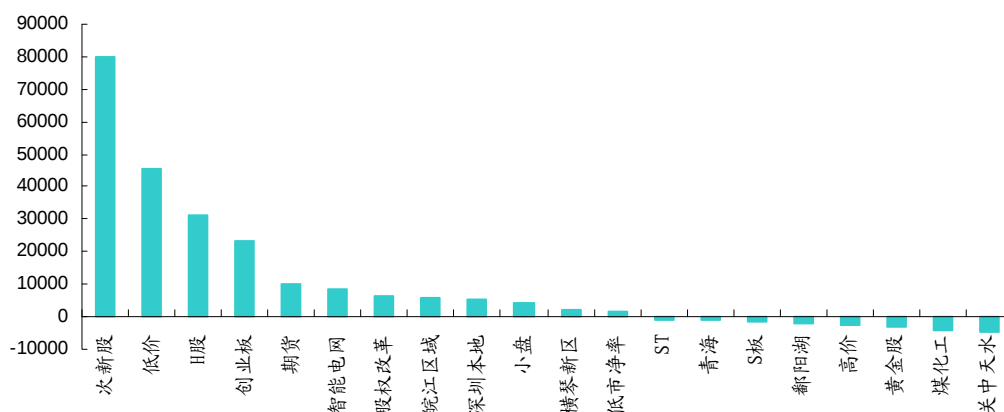


资料来源：Wind，长江证券研究部

有色金属和农业股的走强是否具备可持续性呢？我们认为，这种受外生价格扰动的板块上涨，并不具备基本面的支撑，更多的还是一种短期行为。美元近期的走弱主要是受短期经济数据不理想所导致的。但在美欧复苏的差异性上，美国的强势是毋庸置疑。在消化了短期致弱因素之后，美国经济相对于日欧的强势也将致使美元重归强势。

国内近期食品等价格的走强主要还是受气象灾害的影响，环比的上升是主要特点。但是这种环比上升并不具备可持续性，随着气象灾害的逐步减弱以及国储的不断投放，新涨价因素对于通胀的影响也会逐步减小。在基数效应逐步减弱的下半年，通胀的下行具备趋势性。

图 4：7 月 23 日概念板块资金净流入前 20



资料来源：长江证券研究部

两市涨跌幅居前个股情况

表 1：上周两市涨幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
航天长峰（600855）	39.6%	集团整体上市，转型安保领域
深振业 A（000006）	30.4%	股东争夺控制权导致二级市场大量购入

华星化工 (002018)	25.0%	中期业绩亏损, 疑似利空出尽
鼎盛天工 (600335)	24.1%	公布重组方案, 或将转型汽车贸易
天马精华 (002453)	23.1%	精细化工龙头, 机构游资大肆抢筹

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

表 2: 上周两市跌幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
科华恒盛 (002335)	-5.5%	中期业绩低于预期
南洋科技 (002389)	-5.0%	强势股补跌
双钱股份 (600623)	-5.0%	强势股调整
华润锦华 (000810)	-4.8%	强势冲高后回落
青岛金王 (002094)	-4.6%	二股东减持

资料来源: 长江证券研究部

一周重要政策及信息回顾

国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知

近日国务院办公厅为贯彻落实《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》提出的各项政策措施, 需要进一步明确部门和地方的主要工作任务, 研究提出具体实施办法发出《关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知》。

点评:

我们认为, 此次通知是之前所发布鼓励和引导民间投资新“36 条”的后续政策, 表明政府意识到在经济转型过程中, 原有以政府主导的经济发展模式效率相对较低, 对投资的依赖也相对过大, 发展民营经济, 提高经济整体效率成为寻找新发展模式的当务之急, 而原有制度对民营资本所造成的限制制约了其发展的动力和空间, 因此, 我们可以看到此次通知的出台在具体分工上对各部委及地方政府的工作方向和责任范围做了明确的细化, 即使从通知表面上我们无法得出相应的投资获益程度, 但可以期待的是随着各部委及地方政府更加细节的制度规划出台后民营经济发展空间的大幅拓展。

天津拟耗资 2000 亿建全球最大金融区

天津拟耗资 2000 亿元打造全球最大金融区, 该工程将在滨海新区核心地带于家堡开建, 计划在 10 年后建成 120 个市场会展、现代金融、传统金融、教育培训、商业商住项目, 会聚 40 万产业精英。

点评:

于家堡金融区占地 3.86 平方公里, 总建筑面积 950 万平方米, 拟分四期建设。按照规划, 2009 年启动的于家堡金融区工程, 预计三年全面开工, 五年初具规模, 十年基本建成。截至目前, 起步区 35 个项目中, 已开工 12 个, 在建面积 176 万平方米, 总投资 240 多亿元, 预计今年年底前还将有 23 座楼宇破土。

天津的发展方向也是在探索中国东部城市未来的发展方向。对于东部城市而言, 产业发展方

向一定是高端制造业和服务业。在天津的发展目标上，我国北方对外开放的门户、高水平的现代化制造业和研发转化基地已经是其目标定位了。而在服务业上，承载产值能力以及增长空间最强的非金融、地产莫属。从广义的角度讲，地产本身就是一种金融。大金融的方向就是都市发展的纽约模式，而天津正在向着这条道路在行进。

对于这样一个刺激，我们认为可以从短期和中长期去把握投资机会。短期的基建类公司在新区开发上受益会比较明显，这方面典型的公司有津滨发展、在中长期内，服务的增长会有较大的空间，零售、餐饮酒店、金融等行业将直接受益。另外，高新技术产业区是滨海实现规划目标的重要方式，天津市共有 9 家园区被列为市级创业产业园，产业园区建设的主力——海泰发展将会从中受益。

工行发布 450 亿 A+H 再融资方案

工行发布公告称其450亿元的A+H股再融资方案获得董事会全票通过，下一步只等股东大会审议通过。工行将向全体A、H股股东定向配售新股，增发比例为每10股配售不超过0.6股，且A、H股的配售比例相同。工行表示，此次再融资的募集资金全部用于补充资本金。根据工行此前发布的一季报显示，目前工行的资本充足率为11.98%，核心资本充足率为9.58%。

点评：

四大行的融资是在预期内的事情。从融资额度上来看，四大行的融资总额超过了农行的 IPO。中行可转债 400 亿元、A+H 配股 600 亿元；建行 A+H 配股 750 亿元；工行 A+H 配股 450 亿元、可转债 250 亿元；交通银行 A+H 配股 420 亿元。仅四大行再融资便达到 2870 亿元，是农行 IPO 募资 1414.6 亿元的 2.03 倍。下半资本市场的供需仍然不容乐观。另外，随着光大银行上市日期的逐步临近，市场会重现感到资金面其实并不宽裕。事实上，总体流动性的下滑在下半年仍然会持续进行，只有到了年底时候，M1 同比才有可能见底。银行股的再融资很可能是整体流动性日益下滑过程中引致资本市场再次调整的一大导火索。

每周策略观点及配置建议

反弹面临经济数据的制约

8 月 1 日，中国物流与采购协会公布了 7 月份 PMI 数据，PMI 综合指数较上个月继续下跌，为 51.2；生产指数由 55.8 下降到 52.7。虽然这两个指标仍然保持在 50 以上的扩张区间，但扩张动能已经日益趋弱。产成品库存指数出现下降，并向下突破了 50 的分界线，这显示去库存的行为在 7 月份已经展开。新订单指数、新出口订单指数、积压订单指数均出现了下滑，这表明实体经济内在的需求略显疲态。具体数据如下表：

表 3：PMI 分项数据变动

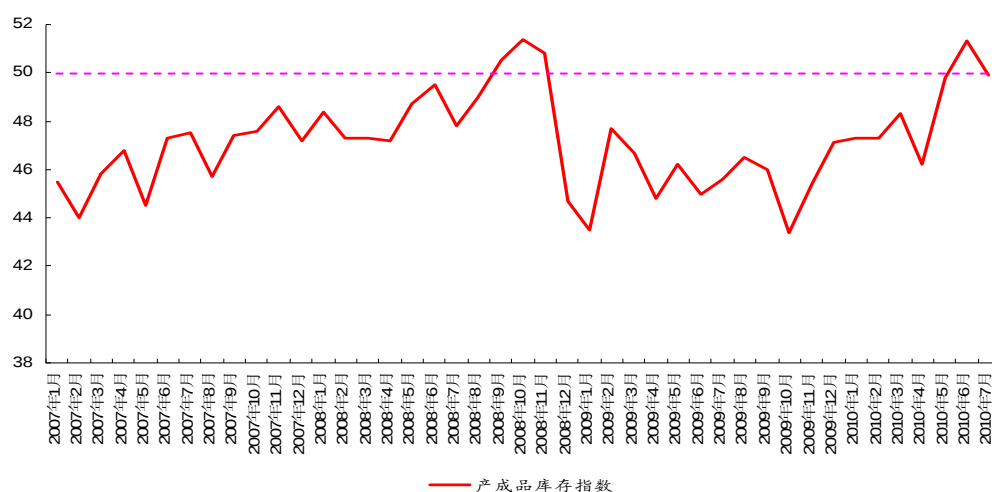
月份	中国采购 经理指数	生产指数	中国新订 单指数	新出口订 单指数	积压订单 指数	产成品库 存指数	采购量 指数	进口指数	原材料 库存指数
2010 年 7 月	51.2	52.7	50.9	51.2	46.8	49.9	52.2	49.3	47.8
2010 年 6 月	52.1	55.8	52.1	51.7	47.4	51.3	53.5	50.4	49.4
2010 年 5 月	53.9	58.2	54.8	53.8	49.7	49.8	56	50.9	51
2010 年 4 月	55.7	59.1	59.3	54.5	53.4	46.2	60.1	53.1	51.5
2010 年 3 月	55.1	58.4	58.1	54.5	52	48.3	58.1	53.7	50.6
2010 年 2 月	52	54.3	53.7	50.3	47.1	47.3	51.9	49.1	48.1

2010 年 1 月 55.8 60.5 59.9 53.2 49.9 47.3 60.5 53.4 52.2

资料来源：中国物流与采购协会，长江证券研究部

在我们所跟踪的周期框架中，三季度是企业自主去库存阶段的开始。从整个工业行业来看，家电、交运设备的去库存行为比较靠前，在二季度已经有所显现了。6、7 月份的钢铁、化工产品，以及近期建材产品的集中降价都可以看作是中游去库存行为的展开。从这个角度看，7 月的 PMI 产成品库存指数的下滑也就不难理解了。但这种库存的下滑，是一种短期的波动还是一种趋势性的向下突破，目前来看，还不能妄下结论。从历史上来看，这种库存指数短期内的反趋势变动也是存在着的。

图 5：PMI 产成品库存指数变化



资料来源：长江证券研究部

在 2008 年的去库存中，产成品库存指数在 50 上方停留的时间有 3 个月；而如果今年 7 月就确定了库存指数的下行，那么真正的自主去库存行为也就仅发生了一个月。而从生产指数上看，7 月份的生产指数并没有出现大幅的下滑（这与 08 年有着明显的不同）。因此，我们认为当前所处的二次去库存阶段并不如 08 年底的一次去库存那么剧烈，更多的可能将是一种缓慢的去库存。这也是典型的转型期库存周期特征。

在库存周期中，剧烈的自主去库存行为伴随着生产和库存的同时大幅下滑。自主去库存之后的库存变动更多的则是依靠真实需求带动的库存下滑。而当前所处的阶段也正是一个增量需求渺茫的阶段。如果这种增量需求迟迟无法显现的话，那么库存调整的周期可能将会被拉长。拉长的库存周期对于资本市场而言，反弹也就仅仅是反弹而已，反转之路则愈发遥远。

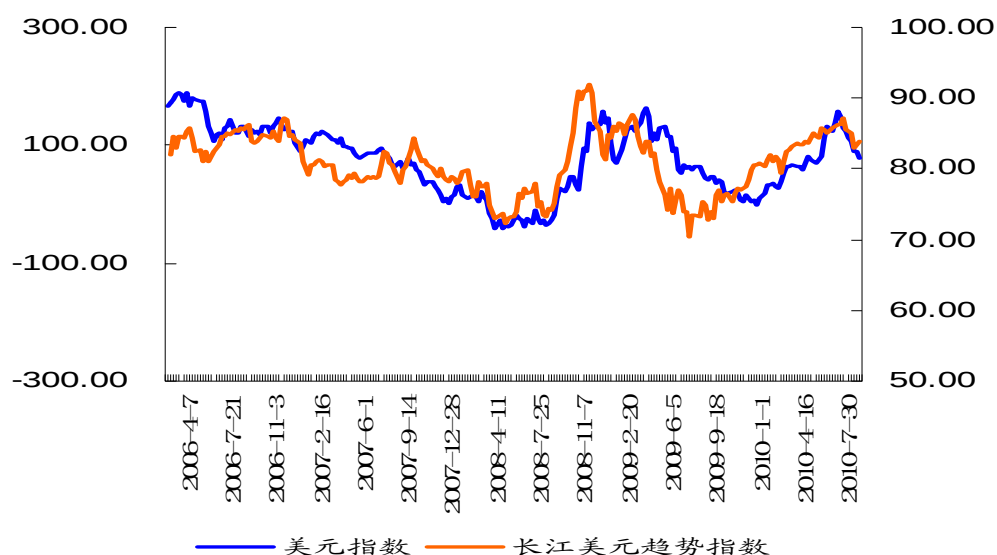
7 月 PMI 显示制造业生产活力的下滑，工业增加值同比会在 6 月的水平上继续下滑。市场在经历 7 月中报推动下的上涨之后，对于三季度去库存中所蕴含的业绩风险也会逐步反应。而经济数据则是强化这种预期的开始，其也将是制约反弹上行一大阻力。

在配置上，除了我们一直强盗的低估值的配置方向上外，我们也从库存领先的角度去选择行业。从 PMI 产成品库存指数的比较上，交运设备、化工行业已经处于 50 以下。这表明这两个行业去库存行为展开的较好。我们的近期配置也将其提高到超配，并等待进一步的机会。

美元指数走向、估值变动与报告索引

长江美元趋势指数为长江证券研究所编制的跟踪美元趋势的指数；该指数参考了基本面、资金流向（向新兴市场、向发达市场）以及当前市场情绪投资情绪四方面因素；并基于部分代表性指标编制而成，对于美元短期走势有一定的前瞻性。

图 6: 美元趋势变动



资料来源：长江证券研究部

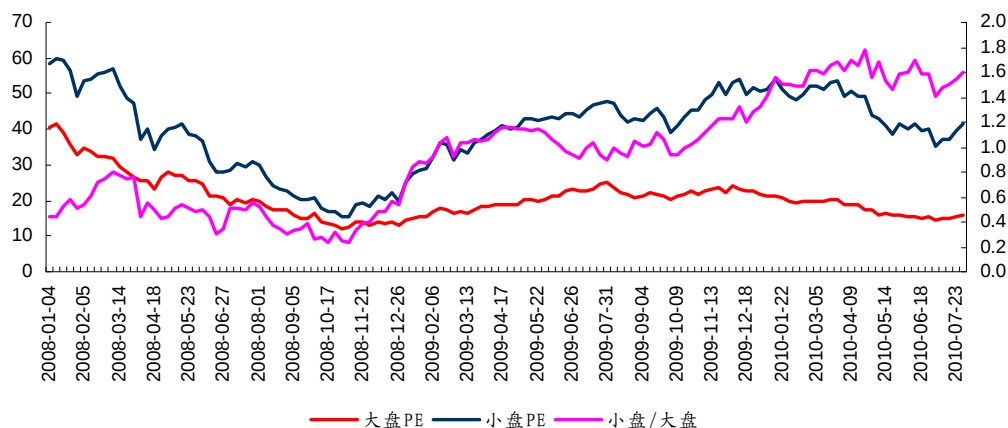
表 4: 行业估值比较

行业	PE(TTM)	PE2010E	PB
采掘	17.23	13.85	2.45
餐饮旅游	50.13	40.39	4.48
电子元器件	58.59	45.88	4.92
房地产	21.91	16.98	2.9
纺织服装	32.85	25.68	3.3
公用事业	27.01	23.55	2.5
黑色金属	19.07	14.46	1.42
化工	18.71	16.05	2.78
机械设备	32.66	25.26	4.28
家用电器	23.42	19.36	3.56
建筑建材	20.28	16.52	2.44
交通运输	24.68	19.94	2.63
交运设备	22.28	19.04	3.36
金融服务	12.72	11.17	2.21
农林牧渔	54.6	35.06	4.92
轻工制造	28.83	22.58	2.73
商业贸易	33.98	26.18	4.1
食品饮料	37.06	29.36	7.02
信息服务	54.76	40.55	3.85

信息设备	37.46	29.47	4.46
医药生物	36.16	30.75	5.98
有色金属	41.79	31.35	4.22
综合	42.94	26.29	4.01

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 7: 风格指数估值变动情况



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

表 5: 长江证券宏观策略近期主要研究报告

类别	标题	时间
宏观经济	短期反弹过后, 市场仍将震荡筑底	2010-7-29
投资策略	中期业绩预览, 估值修复行情的上演	2010-7-28
投资策略	民间投资引导明显, 等待制度进一步明确	2010-7-28
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-07-28	2010-7-28
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-07-27	2010-7-27
海外市场观察	复苏高峰过后: 欧美复苏差异性再思考	2010-7-27
海外市场观察	欧洲银行压力测试反响未尽达预期	2010-7-26
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-07-26	2010-7-26
海外市场观察	美国经济指标数据库 20100724	2010-7-25
海外市场观察	美国 6 月房地产数据评述: 经济疲软与政策退出的双重阵痛	2010-7-26
投资策略	每周投资策略: 短期反弹还是趋势性反弹?	2010-7-24
投资策略	长江证券策略数据周报-宏观经济与资本市场概览, 2010 年 7 月 24 日, 第 96 期	2010-7-24
投资策略	长江证券主题性投资周报, 2010 年 7 月 24 日, 第五期	2010-7-24

资料来源: 长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。