

2010年8月2日

徐海洋

证书编号: S0070208060016

021-68762813

xuhay@rxzq.com.cn

策略研究

指数仍有冲高潜能

——2010年8月策略报告

主要观点:

近期相关报告一览:

(1)《神经系统行业深度研究之一(精神安定药)-不可小视的潜力市场》(李伟志 7.28)

(2)《重庆水务:充分享受西部开发和三峡治理的水务龙头》(赵耿华 7.27)

(3)《有色金属行业周报:建议关注需求恢复的持续性及市场流动性的变化》(汪华春 7.27)

(4)《高德红外-受益军品需求快速增长未来很具成长空间》(李志中 7.28)

(5)《中科三环(000970)与五矿有色签署战略合作协议,实现产业链的延伸》(汪华春 7.28)

(6)《北纬通信(002148)中报点评:手机游戏收入大幅增长》(张广荣 7.30)

(7)《科大讯飞(002230)中报点评:语音行业应用步入收获期》(张广荣 7.30)

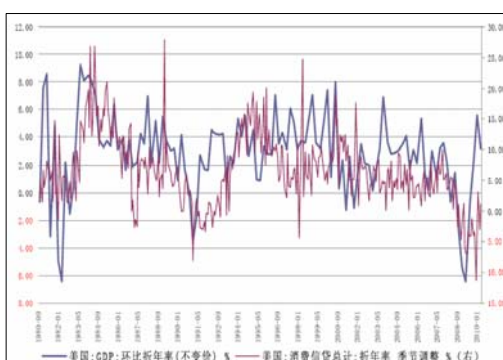
(8)晨会纪要4篇,投资周报1篇(2010.07.26-2010.07.30)

- ◇ 欧美经济仍处于缓慢复苏状态。不过高失业率对于消费者预期依然造成较大影响,消费者信心低迷,欧美经济复苏步伐可能放慢。不过复苏趋势仍然可以维持,目前尚没有二次探底迹象。各国物价压力不大,为货币政策提供较大操作空间,资金面供求紧张状况得到缓和,对股市形成一定支持。
- ◇ 我国上半年各项宏观数据喜忧参半。6月份物价下行舒缓了通胀预期,不过,国内宏观经济增速逐步下滑的趋势已经基本确立,经济面需求回落和库存增加的状况,可能对未来经济运行构成一定压力。7月份PMI创17个月新低,表明经济增速回调的态势还在延续之中。
- ◇ 上半年数据确认的经济下滑趋势和管理层强调的转变增长方式要求,使得市场对未来政策调控、资金供求以及半年报期间的公司业绩预期做出重新评判:上半年紧张的货币信贷环境有望得到舒缓、经济二次探底可能性较小、半年报披露则为部分周期类个股提供了业绩预期修正的机会。
- ◇ 市场修正悲观预期的过程仍在继续,这可能推动反弹行情进一步深入。从市场现实条件来看,市场估值水平不高、基金仓位处于低位、指数完成技术性突破等,都有可能使得反弹行情在8月进一步延续。不过,仅凭预期修正的动力并不能成为市场持续向上的动力,行情深入需要来自或政策或经济或业绩方面切实的利好信息推动。8月市场高位震荡的可能性较高。
- ◇ 投资者心理预期的改变,有可能使得此前市场预期的3、4季度反弹周期提前到来,可利用市场震荡过程,适当提高仓位,参与反弹。但在外部信息没有明确改变之前,不宜对指数上行高度抱过高预期,2700点上方应相对谨慎。
- ◇ 在当前的反弹趋势中,建议关注超跌股与题材股两条线索:业绩优良价值股或权重类周期股仍有超跌反弹的表现机会;题材股方面,建议关注半年报业绩浪行情与上海国资整合、军工资产注入等强势股。中期关注重点仍是品牌消费和新经济个股。主题投资可继续关注海南、新疆、西藏等区域板块的表现机会。

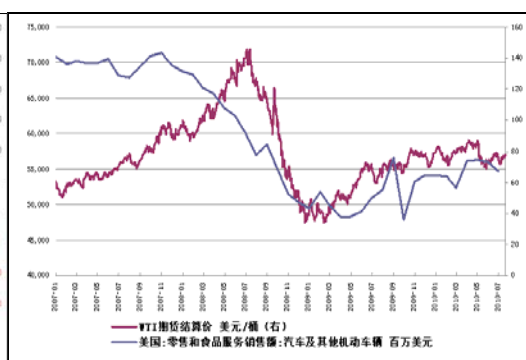
国际经济缓慢复苏

美国经济自 09 年 3 季度后开始企稳回升，经济运行进入缓慢复苏阶段，尤其房地产市场的活跃对美国经济前景有较好的指引作用。不过，我们相信美国经济复苏的进程仍是比较缓慢的。以美国汽车销售数据为例，数据显示，美国 6 月份汽车环比销量有所回落，但是同比仍有上升，表明经济复苏的步伐可能放慢。事实上，通过原油价格走势的对比也可以看出，原油价格自 09 年底开始震荡回升，表明市场需求在逐步复苏，只不过复苏的步伐可能相对比较缓慢。同时，美国供应管理协会 (ISM) 6 月制造业指数从 5 月的 59.7 下滑至 56.2，服务业采购经理人指数从 5 月份的 55.4 下降至 53.8，这些数据都显示出，美国经济扩张速度有所放缓。

美国 GDP 环比增长率 (%)

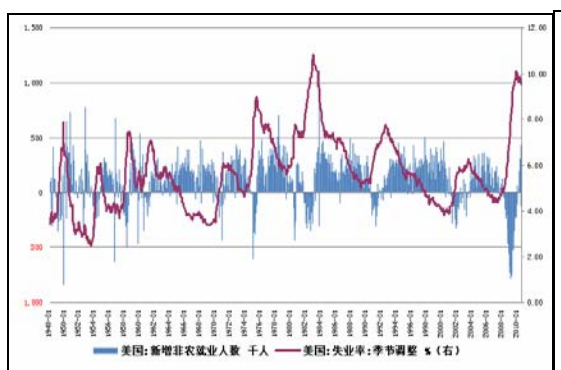


美国汽车销量增速放缓

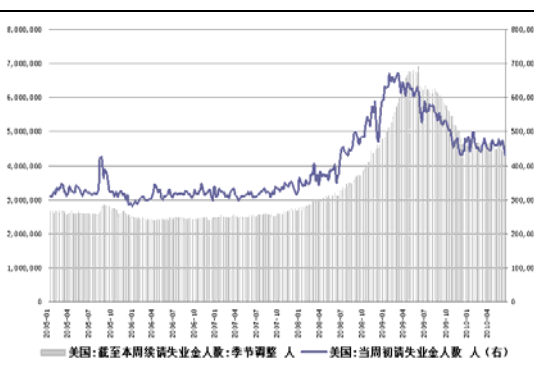


我们曾经强调，目前制约美国经济面的较大问题是美国的就业问题。虽然美国就业数据近期有一定向好表现，但消费者对经济预期却表现出极大的不信任，消费者信心指数非常低迷。美国劳工部公布的数据显示，6 月份美国非农就业人数减少 12.5 万人，当月经季度调整后的失业率为 9.5%，比 5 月份降低 0.2 个百分点。同时，美国 7 月 3 日当周首次申请失业救济人数减少 1.7 万人，至 45.8 万人；当周持续申请失业救济超过一周的人数增加 24.7 万人，至 468.1 万人。

美国新增就业与失业率



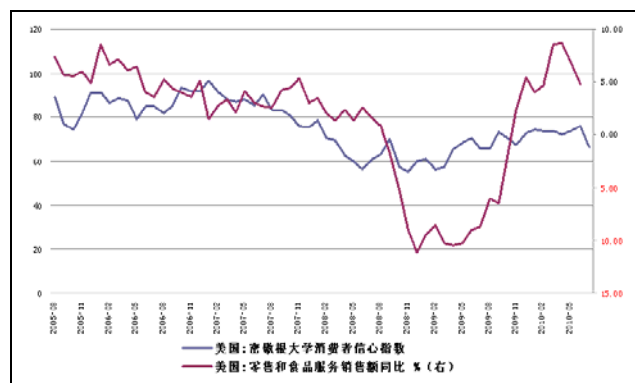
美国首次与持续申请失业救济人数



就业市场虽然在缓慢好转，但投资者信心却相对低迷，这集中体现在了美国消费者信心

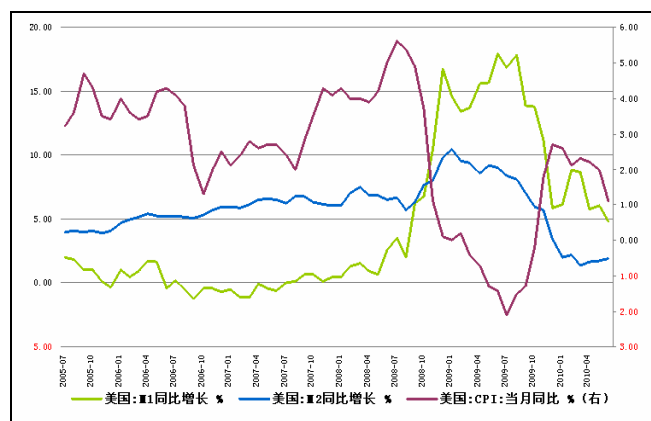
指数的低迷表现上。数据显示，路透/密歇根大学 7 月份消费者信心指数初值为 66.5 点，6 月份终值为 76.24 点，出现近 10 个点的大幅回落。与之对应，美国 6 月份零售销售同比增长 4.80%，增幅较 5 月份有所回落。

美国消费者信心指数与零售数据表现



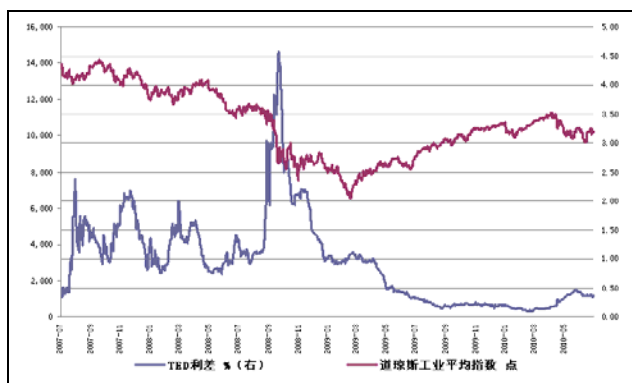
不过，相对乐观的信号是，美国物价指数压力不大，这个监管当局政策调控提供了更多的腾挪空间。6 月份消费者价格指数 (CPI) 较上年同期上升 1.10%，较前一月继续下降 0.90%。对应于美联储创纪录的低利率政策，较低的物价水平给货币政策支持经济留下了更多空间。从物价与货币供应量的关系可以看出，美国经济活动仍处于较低的景气度之中，货币供应量 M1 增速继续下滑，不过 M2 似乎已有触底企稳迹象。未来应密切关注 M1 的变化趋势。

美国物价指数、货币供应量走势



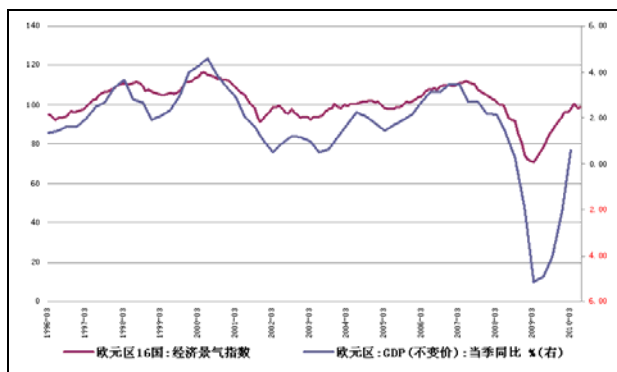
从反映金融市场资金紧张程度的 TED 利差数据来看，目前国际市场资金供求紧张局面继续缓解，TED 利差处于缓慢回落过程之中，表明市场资金紧张的局势得到一定程度缓解。这也正是支撑上半年美国股市强势震荡的主要原因。从 TED 利差和道指走势对比来看，近一年来两者反向关系特征比较明显。也就是说，如果货币当局继续维持宽松货币政策，资本市场获得相对充足的资金供应，则行情延续强势走势的可能性很高。从目前的情况来看，美联储并没有收紧货币的意图表示。

TED 利差和道指走势对比

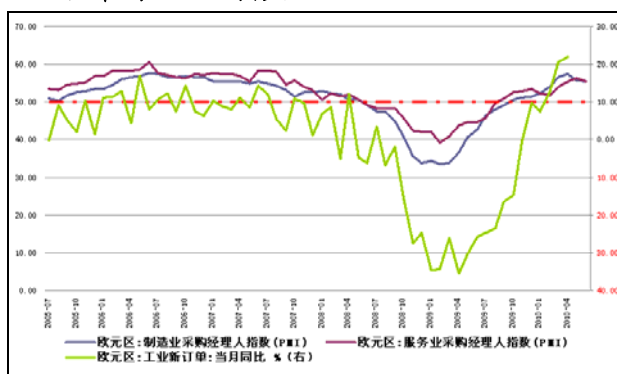


欧洲市场面临相似的局面，经过 08 年金融危机的重创后，开始缓慢复苏。6 月份欧元区经济景气指数从 5 月份的 98.4 点升至 98.7 点，显示欧元区经济企稳回升。但欧元区 6 月份制造业采购经理人指数终值降至三个月低点 55.6 点，服务业采购经理人指数为 55.5 点，与上月相比均有所回落，显示欧元区经济复苏的步伐也在放缓。

欧盟景气指数及 GDP 走势



欧元区采购经理人指数



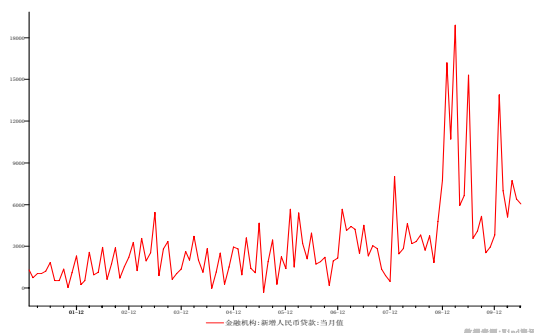
经济增速下滑趋势确立

已经公布的6月份和上半年各项宏观数据喜忧参半,但在整体上,我们可以清晰地发现,目前国内宏观经济增速逐步下滑的趋势已经基本确立,经济面需求回落和库存增加的状况,可能对未来经济运行构成一定压力。尤其周末公布的7月份PMI创17个月新低,表明经济增速回调的态势还在延续之中。

在已经公布的数据中,6月份信贷、外贸数据超过市场预期,物价指数则低于预期,从上月的3.1%滑落至2.9%的水平,这些对市场来说都是相对积极的信号。

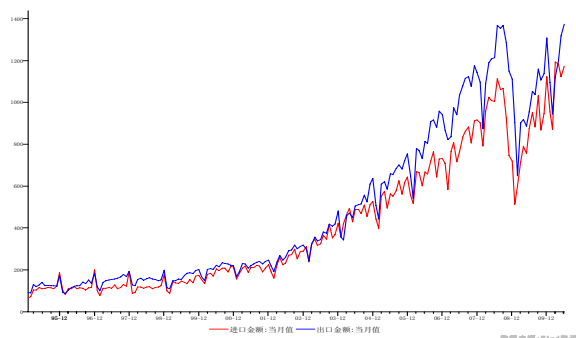
信贷方面,6月份人民币贷款增加6034亿元,同比少增9270亿元,较上月6034亿元的水平也继续呈回落态势。由于此前市场普遍预期,6月份人民币贷款增加值在不足6000亿元约5600亿元的水平。同时,目前各银行已经进入密集融资高潮期,当融资完成后,资本金对银行信贷的硬约束减弱,信贷增长速度有望重新提升。如果这种预期能够实现,那么,市场中后期资金供应压力将得到明显缓解。

各月新增人民币贷款额



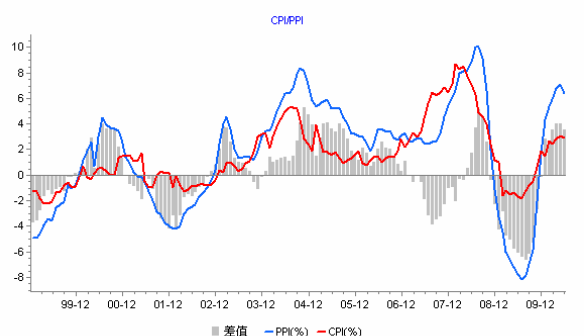
外贸方面,6月份当月我国进出口值2547.7亿美元,同比增长39.2%,创历史新高。其中,实现出口1373.96亿美元,同比增长43.9%;实现进口1173.74亿美元,同比增长34.1%。出口数据创出历史新高。目前的出口主要体现了3、4月份出口订单的快速增长,同时,由于6月末出口退税政策的变化,可能加速企业出口报关的进程,因此6月份数据受外部因素影响的较大。在当前全球经济缓慢复苏,经济持续向上动力不足的背景下,未来出口持续向上存在很大困难,不过6月出口数据变化也的确带有一定惊喜的成分。

各月外贸进出口数额



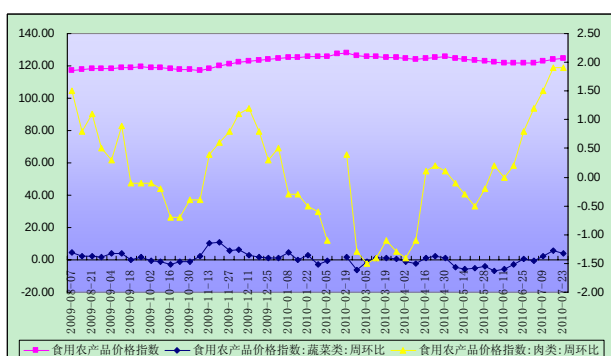
物价数据是另一个带有惊喜成分的数据。统计局公布数据显示，6 月份 CPI 同比增长仅 2.9%，明显低于机构普遍预期 3.3% 的增幅，1-6 月同比增长 2.6%，低于 3% 的警戒线。物价降幅收窄意味着通胀预期有所减轻，本应对应着紧缩压力的减少。但由于带动 6 月 CPI 回落的主要因素是蔬菜和水果价格的回落，具有明显的季节性特征，且由于南方水灾影响，当前菜果价格重新走高，市场对通胀预期的担忧仍然难以舒缓。

6 月 CPI 超预期出现回调



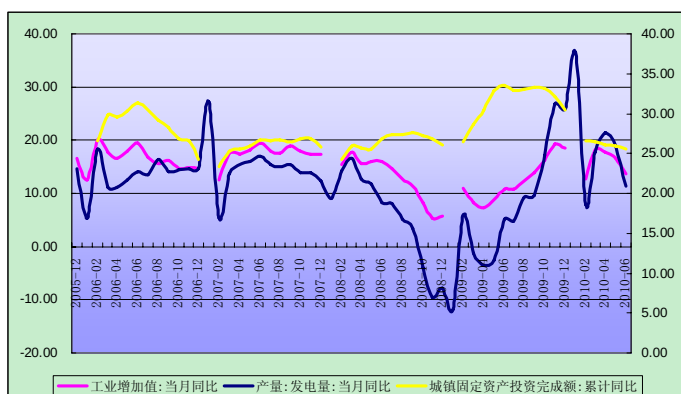
数据来源：Wind资讯

食用农产品价格环比走势



相对于上述偏好的数据，上半年数据公布进一步确认了经济下滑的趋势。今年上半年我国 GDP 同比增长 11.1%，其中，二季度 GDP 增速为 10.3%，较一季度的 11.9% 出现下滑。微观面增速放缓的特征进一步明朗。根据国家统计局的数据，工业增加值同比增长率从年初的 20.7% 回落到 6 月份的 13.7%；固定资产投资增速也出现进一步回落，从上个月的 25.9% 进一步下滑至 25.5% 的水平。作为宏观经济重要先行指标的 PMI 数据也连续两月出现显著回落，从 4 月的 55.7% 回落到 6 月份的 52.1%。而 6 月份发电量更是大幅回落超过 7 个百分点，从上月同比增长 18.9% 大幅下滑至 11.3%。反映经济增长方面的数据无一乐观，这是推动前期市场向下破位的直接原因。

工业、发电量与投资均大幅回落



最新数据显示，7月PMI继续回落，进一步印证经济增速下滑的判断。7月中国制造业采购经理指数(PMI)为51.2%，比上月回落0.9个百分点。从11个分项指数来看，仍然延续回落势头，但回落幅度有所缩小。同上月相比，只有从业人员指数上升，升幅为1.6个百分点；其余各指数均不同程度回落，但回落幅度不大，多在1个百分点左右。其中，新订单指数回落幅度缩小。本月新订单指数为50.9%，比上月回落1.2个百分点，降幅较上月缩小1.5个百分点。生产指数回落幅度扩大。本月生产指数为52.7%，比上月回落3.1个百分点，降幅比上月扩大0.7个百分点。在20个行业中，金属制品业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业等行业达到50%以上；饮料制造业位于50%；有色金属冶炼及压延加工业、化纤制造及橡胶塑料制品业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业低于50%。从产品类型看，原材料与能源类企业低于50%；中间品、生活消费品和生产用制成品类企业高于50%，在51.1%-54.4%之间。

从微观面来看，主要制造业经济度持续低迷。钢铁行业从6月就开始亏损，7月全面亏损，目前除了冷轧产品还有微利外，其他主要钢铁产品毛利率都是负的了。汽车行业销售不畅，库存数据开始增加。库存问题也开始在其它行业出现，铁矿石千万吨压港、钢材周库存量屡创新高、家电、汽车等行业也都开始感受到库存压力，库存积压正在从产业上游开始向下游蔓延。虽然上半年经济增速仍然比较理想，但经济增长伴随库存大幅增加的现象值得我们警惕，这表明下游需求开始快速萎缩，如果未来经济面再次进入“去库存”过程，经济增速的下滑和上市公司盈利的调整，可能对应市场又一次艰难震荡的过程。

增速下滑提供预期修正机会

上半年经济数据公布后，事实上已经确立了经济增速逐步下滑的趋势。值得注意的是，在数据公布之后，管理层通过密集的舆论引导，向市场释放了两个重要信号：第一，经济增长速度下滑趋势得到官方确认，且被认为是主动调控的结果；其次，调整结构，转变经济发展方式成为下一阶段政策调控的主要着力点。

这两大信号使得市场预期发生明显转换，投资者对前期相对谨慎预期做出修正。在经济运行与政策调控方面，目前调整经济结构和发展方式的目标已经明晰，并且取得各方面的广泛共识。但此前市场将更多注意力放在结构调整对应的经济增速下滑至上，但更应该注意的是，经济结构调整需要相对平稳的经济环境支持，经济增速大幅波动或下滑并不利于结构调

整目标的实现。因此，在政策预期上，上半年持续紧缩的信贷、货币环境可能不会持续紧绷，整体货币信贷环境压力将有明显舒缓。另一方面，在促进经济结构调整方面的结构性刺激政策，也将在下半年继续深入细化落实，努力形成对于经济面更大的促进作用。因此，下半年经济面可能延续增速下滑状态，但增速过快下降、二次探底的概率并不大。这是市场预期修正中非常重要的一个方面。

对经济面和政策面的预期修正继而带来了资金供求的预期修正。4月市场破位下跌的重要原因在于，信贷紧缩与经济下滑趋势的重叠。目前来看，货币供应在下半年可能会优于上半年。上半年新增信贷约4.63万亿元，占全年7.5万亿目标的为61.7%，符合市场预期“3:3:2:2”的信贷投放节奏。按照这样的调控节奏，也基本能够达到央行既定的政策目标。从这个角度来看，下半年信贷大幅超预期增长的可能性并不大，考虑到物价压力并未完全解除，“货币政策转向”概率也很低。

不过，当商业银行再融资逐步明朗后，制约信贷扩张的资本金约束力明显弱化，5、6月份资金市场遭遇的严重的流动性紧张局面可能很难再度出现，这对未来市场的流动性供给将形成偏好预期。7月初以来，货币市场流动性逐步走向宽松。1年期央票发行利率连续7期持平；央行各期同业拆借利率从6月底的高位快速回归正常水平，且7月以来，随着农行发行申购及半年考核结束，各大商业银行开始重新向外拆出资金。

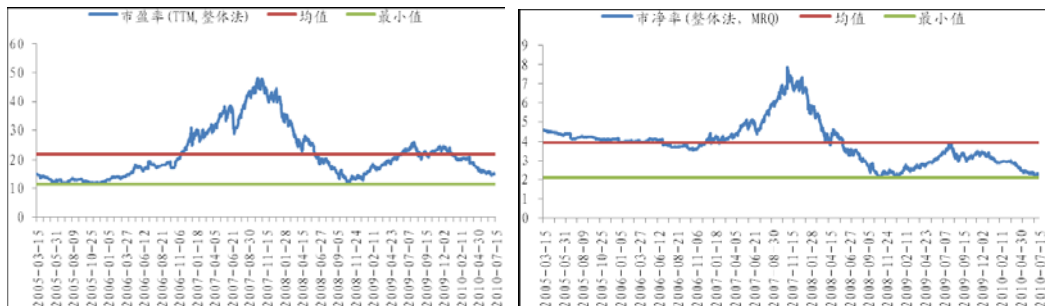
对政策调整和经济预期的修正，刺激了周期类个股的估值修复行情，构成市场上涨的基础。同时，半年报期间频繁涌现的业绩超预期表现（如地产、汽车等），对预期修正起到了明显助推作用。截至7月30日，两市共有招商地产、国电电力、南玻A等189家公司公布2010年中报，其合计实现净利润168.82亿元，较2009年度同期上涨59.04%。同时，有804家公司发布了2010年中报业绩预告，预告类型为预增的404家，预盈的107家，预降的81家，预亏的112家，预警的1家，减亏的39家。业绩预计向好（预增和预盈）的公司占发布业绩预告公司总数的63.56%。分行业来看，交运仓储、机械、铁路运输、汽车及配件、房地产、化工行业等多数周期性行业业绩预期向好。

反弹行情有望延续

目前来看，7月市场的连续反弹超出大多数人的预期，也使得市场再次陷入矛盾分歧之中。在逻辑上讲，市场修正悲观预期的过程仍在继续，这可能推动反弹行情进一步深入。从市场现实条件来看，也能继续对反弹形成一定支撑。

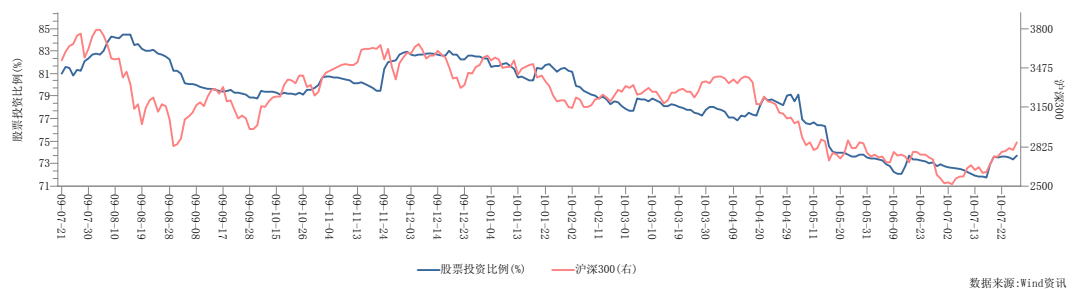
从估值上来看，当前市场整体估值水平仍处于低位。截至7月30日，沪深300整体市盈率（TTM）在15.9倍，市净率为2.42倍，都处于历史上相对低位区间。而恒生A-H溢价指数前期自6月以来跌破100点大关，出现港股“贵于”A股的局面。近期市场反弹使得A-H溢价指数重上100点，7月末报收于100.70点，但多数银行股A股相对H股大幅折价的局面仍然能够对A股市场形成一定价值支撑。

沪深 300 指数估值仍处底部



另外，按照 wind 资讯提供的对于股票型基金的仓位测算数据来看，今年以来股票型基金仓位不断下降，7 月以来的反弹中，股票型基金有一定增仓动作，但目前整体仓位仍处于历史上相对较低的低位，全部基金股票投资的比例仅在 73.7%。在投资者心理预期发生变化的情况下，基金仓位处于较低水平能够对市场反弹形成更多支持。

基金仓位测算统计图



在技术角度,7 月末市场完成了对 60 日均线 and 2600 点平台两个重要技术阻力位的突破。7 月末最后一周,指数通过突破、回踩,此后强势走高,确认了对 60 日均线的突破;同时,2600 点一线又是 6 月份市场震荡整理平台。技术上的突破对投资者人气形成鼓舞,也打开了指数进一步上行空间。并且,在沪指冲破 2600 点后,市场成交量明显放大,新多资金进场迹象明显。盘面上,也形成了相对清晰的做多线路,围绕地产、水泥、化工等的权重股估值修复行情和与半年报业绩、资产注入、政策受益为代表的题材股行情,为市场带来了明显的盈利示范效应。技术上的突破和连贯的热点线索,意味着 2600 点不是行情的终点,8 月市场应有继续上冲的机会。

不过也应该注意到,目前市场的基本格局在于:不利的基本面趋势使得投资者心理预期发生变化,并促成了 7 月连续反弹。随着指数不断走高,进入前期密集成交的“深水区”,上涨行情如果要取得更大的发挥空间,需要相关信息对投资者预期加以验证。如政策调控的紧绷状态得到缓解,管理层对经济面走势表达更多信心,未来经济数据显示出关于经济增长的良性预期,上市公司业绩压力得到缓解等。仅凭市场预期的改善,而没有切实信息的支撑,市场反弹必将以冲高后再次下跌收场。

策略选择：适当参与反弹

投资者心理预期的改变，有可能使得此前市场预期的 3、4 季度反弹周期提前到来。投资者可利用市场震荡过程，适当提高仓位，参与反弹。建议持仓水平维持在 5 成至 6 成左右。但在外部经济、政策面信息没有切实改变之前，不宜对市场上行高度抱过高预期，沪指 2700 点上方应相对谨慎。

目前来看，市场确认中期底部关键因素还在于政策取向。如果高通胀、低增长的格局没有明显变化，政策进退两难，市场震荡整理格局无法改变；如果 7 月以后通胀数据开始冲高回落，虽然经济增速有所放缓，但政策转向对经济的关注，将带来 2010 年市场难得的上涨机会。同时，也需要明确，目前市场结构性高估的风险也会继续缓慢释放。

在当前反弹趋势尚未中断的情况下，建议关注超跌股与题材股两条线索，业绩优良价值股或权重类周期股仍有超跌反弹的表现机会，但应注意控制进出节奏。题材股方面，建议关注半年报业绩浪行情，与上海国资整合、军工资产注入等强势股。

中期视角，建议择机减持与经济关联度较高的行业公司，关注重点可以放在业绩预期稳定的品牌消费、食品饮料、商业、农业、医药类公司。如果通过刺激消费的方式为经济可持续增长寻找新的突破口，消费类公司当可继续关注。

同时，我们继续看好新经济中的智能电网、高铁及配件、新能源电池、TMT 及高科技产品应用。主题投资方面，可继续关注新疆、海南、西藏等区域板块的波段机会。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。