

在期望与失望之间震荡

——2010 年第 8 月策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S0930209030186
021-5010 6020 muqg@lhqz.com

荀玉根

SAC 执业证书编号: S1000210050052
021-5010 6029 xunyg@lhqz.com

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084
liuxn@lhqz.com

联系人

姚卫巍

021-5010 6033 yaoww@lhqz.com

8 月市场看法：震荡回落中的结构型机会

我们对2600点上方的行情相对谨慎，调控政策放松在8月份可能“不符合预期”，倒是较差的经济数据还可能“符合预期”，对于市场而言，一些强周期行业反弹后已接近4月份房地产调控前的位置，在中报业绩刺激逐步退潮后，8月份的市场可能出现高位震荡或有所回落，结构型机会为主。

市场反弹高度有限：从A股历史跌破年线后反弹幅度来看，反弹高点可能在2700-2900之间；从货币供给能够支撑的流通市值来看，空间不超过10%；从市场情绪看，中国市场情绪好转，但外围股市的情绪将制约中国市场下一步的表现；从股市与债市的相对吸引力上看，目前建议参考的仓位是中性；从散户和基金仓位看，反弹后减仓增加，投资者对下一步反弹的高度也不是很乐观。

政策将松紧适度：房地产调控政策不会放松也不会加码，大概率是从“运动式调控”逐步向“以时间换空间”转变；加息窗口已经过去，下半年加息的概率大大下降，信贷控制符合预期，货币政策将平稳；财政政策不排除未来可能在调结构的框架内出台“另类”刺激政策。

行业主线：结构型机会，可选消费仍是主战场

尽管我们在7月策略《黎明前的黑暗》中，将煤炭和有色作为抢反弹的重点行业，但是周期性行业的反弹不具有持续性。预计美元在80-82附近开始企稳，经济增速、PPI和非食品CPI均回落，虽然M2增速触底，但流动性未见放松的情况下，大宗商品价格强势上升的概率偏小。随着PPI增速见顶，可选消费品的成本压力逐步下降，CPI见顶后居民实际收入增速也将逐步好转，加上收入分配制度改革的强烈预期，以汽车、家电、商业、食品饮料、旅游为代表的可选消费仍然是8月份的最佳选择。

股票组合：成长、低估值、举牌、军工

穿越周期的“成长组合”：华神集团、日海通讯、光迅科技、蓝色光标、金种子酒、古井贡酒、南京中商、富安娜、东方雨虹、汉钟精机、荣信股份、路翔股份、双象股份、中国国旅、江铃汽车、威孚高科、禾盛新材、永太科技

PB 和价格均低于 1664 的“低估值组合”：云天化、云南盐化、盐湖钾肥、大秦铁路、天津港、江山股份、河北钢铁、深高速、新安股份、荣丰控股、深圳机场、广深铁路、山东高速、海油工程、泸天化、中国中铁等。

潜在被“举牌组合”：中炬高新、武汉中百、深鸿基和新大洲 A。

八月的军工主题：中国卫星、西飞国际、中国嘉陵、新华光

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

一、8月市场判断：震荡回落中的结构型机会	4
反弹的快速拉升段已经结束，上行空间不超过 10%	4
国内政策冲击效应递减，担忧外需冲击和资本外流	6
市场结论：8月市场可能冲高回落	10
二、行业选择：从趋势到结构，可选消费依然是主战场	10
宏观环境设定：M2 增速与美元企稳、经济与非食品类通胀回落	10
投资占 GDP 比重回落时期：国际市场的经验	12
三、股票组合：成长、低估、举牌、军工	14
穿越周期的“成长组合”	14
PB 和价格均低于 1664 的“低估组合”	16
可能被举牌的“秋香组合”	17
八月主题：军工股	18

图表目录

图 1 流通市值/M2 的测算的沪深 300 高点	5
图 2 流通市值/居民储蓄测算的沪深 300 高点	5
图 3 股票相对于债券的吸引力	5
图 4 股票相对于债券的吸引力	5
图 5 7 月最后一周交易账户比例提高至 9.4%	6
图 6 基金的仓位测算	6
图 7 M1 继续回落, M2 小幅反弹	7
图 8 7 月 CPI 将再次上升, PPI 继续回落	7
图 9 工业增加值减速趋缓	7
图 10 PMI	7
图 11 欧元区工业订单同比	8
图 13 今年来人民币有效汇率已明显升值	9
图 14 NDF 市场显示人民币升值预期下降	9
图 15 美元汇率是美国原材料行业超额收益的反向先行指标	11
图 16 美元汇率是中国原材料超额收益的反向先行指标	11
图 17 工业子行业的轮动	11
图 18 建筑与工程在领先指数触顶之后有好的表现	11
图 19 美国能源与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀	11
图 20 中国油价与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀	11
图 21 国际投资时钟指向可选消费	12
图 22 商业和专业服务超额收益和领先指数负相关	12
图 23 日本经济转型后投资占 GDP 比重下降	12
图 24 台湾经济转型后投资占 GDP 比重下降	12
图 25 日本转型期传统制造业表现较差	13
图 26 日本转型期高端制造业和消费业表现较好	13
图 27 台湾转型期传统制造业表现较差	13
图 28 台湾转型期新兴产业和消费业表现较好	13

在 7 月份的市场月报《黎明前的黑暗》中，我们旗帜鲜明地指出，“由于市场估值已经接近我们认为的底部，一些市值占比较大的行业已经开始企稳，市场的快速下跌可能在 7 月初结束”。7 月份的股市触底后大幅反弹，有对调控政策松动的预期在，也有对申报行情的期待在，但我们对 2600 点上方的行情相对谨慎，调控政策放松在 8 月份可能“不符合预期”，倒是较差的经济数据还可能“符合预期”，唯一可以令我们感觉放松些的是加息的窗口近乎过去。对于市场而言，一些强周期行业反弹后已接近 4 月份房地产调控前的位置，我们目前还看不出理由可以回到调控前，8 月份的市场可能冲高回落，结构型机会为主。

一、8 月市场判断：震荡回落中的结构型机会

反弹的快速拉升段已经结束，上行空间不超过 10%

市场自 2319.14 反弹以后，最高达 2656.41，反弹幅度已达 14.54%，我们目前认为阶段性底部已经探明，市场投资者开始探讨反弹能够到多高的问题。我们认为 7 月份股市的基本面与 6 月相比并未发生太大变化，因此我们从以下几个市场方面的角度来分析。

从 A 股历史跌破年线后反弹的情况，前三次的反弹幅度处于 16%-23%；前三次相对反弹幅度（反弹幅度/整体下跌幅度）大约为 22%-52%，按照这个标准来看，反弹高点可能在 2700-2900 之间。

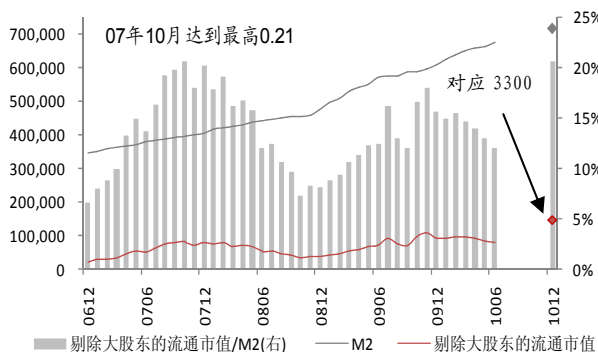
表 1 A 股历史跌破年线的走势

A 股历史四次跌破年限	一跌	盘整	二跌	反弹	反弹之后
2001	-32%	8%	-16%	23%	震荡 1.5 月，震幅 6%
2004	-22%	0%	-9%	16%	下跌 1 月，跌幅 10%
2008	-48%	-5%	-37%	19%	震荡 2 月，震幅 13%
2010	-19%	-1%	-7%	??	

资料来源：Wind，华泰联合证券研究

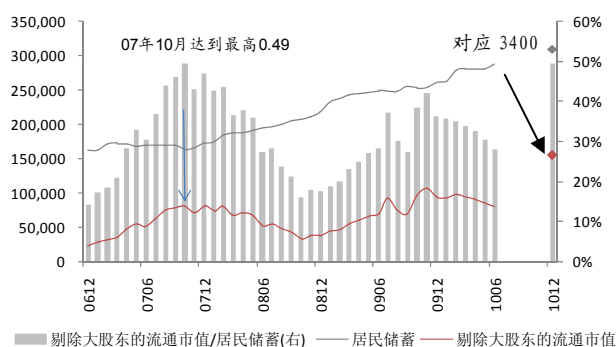
从货币供给能够支撑的流通市值来看，按照 6000 点水平的对应，沪深 300 的最高点在 3300-3400。按照 5000 点水平的对应，沪深 300 的最高点在 3100，距离目前市场点位空间仅 8%。考虑到目前的经济面远远不如当初，我们认为可以判断趋势已经逼近资金所能支撑的估值上限。

图1 流通市值/M2的测算的沪深300高点



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图2 流通市值/居民储蓄测算的沪深300高点



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

利用行业相对收益考察市场情绪的变化, 中国市场情绪好转, 但并未显著乐观, 美国市场情绪向下趋势明显。因此外围股市的表现也将制约中国市场下一步的表现。

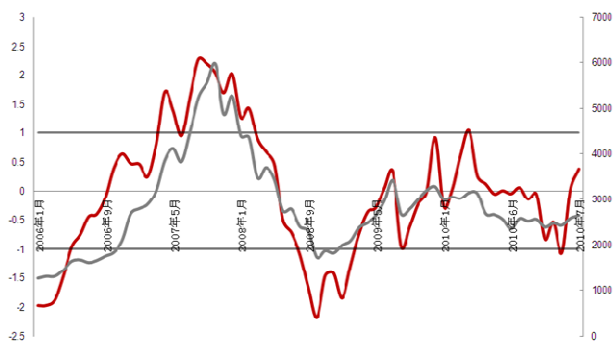
表2 大行业内周期性子行业超额收益显示中国市场情绪好转, 但并未显著乐观

实时监控指标	美国市场	美国市场 (上周)	中国市场	中国市场 (上周)
半导体/信息技术	→	↑	→	→
汽车/可选消费品	↑	↑	↑	↑
机械/工业	↓	→	↑	↑
个人用品/核心消费品	↑	↑	↓	↓
金属采掘/原材料	↓	↓	→	→
非银行金融/金融	↓	↓	↑	→
资本品/工业	→	↓	↑	→
小盘股/大盘股	↓	↓	↓	↓

数据来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

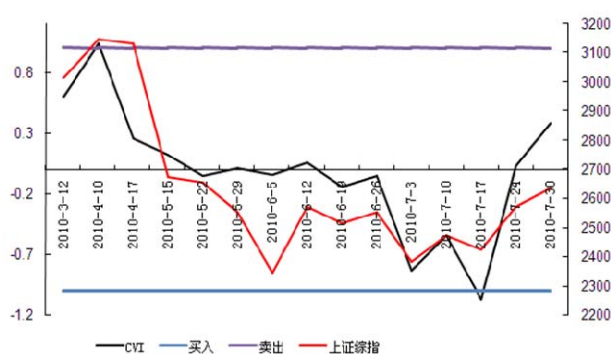
从股票与债券市场的相对吸引力来看, 我们监控的CVI指数目前已经上升到0的上方, 对应的建议仓位已经由9成下降到7成。

图3 股票相对于债券的吸引力



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图4 股票相对于债券的吸引力

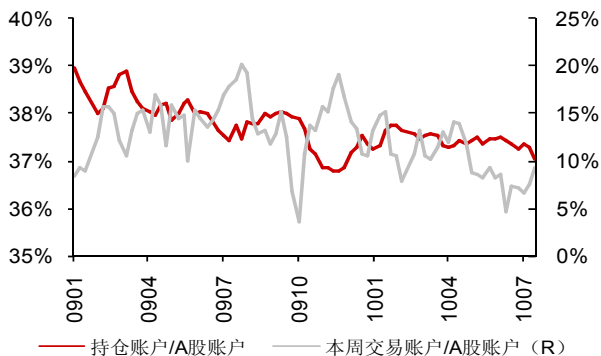


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

市场换手率、交易账户比例降至冰点。交易活跃性的提升是股市反弹的必要条件。

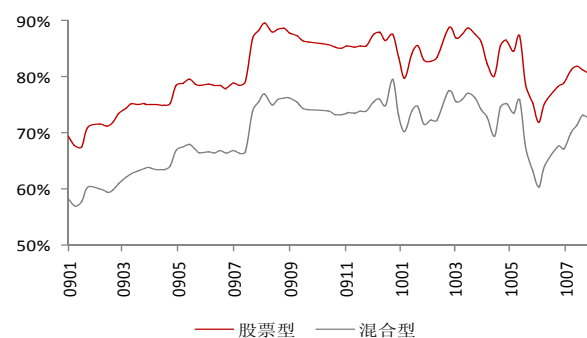
目前市场换手率达到了 06 年以来的最低水平，7 月份周平均交易账户比例为 7.7%，6 月为 7.2%，但是持仓比例从 37.4% 下降到 37%，表明部分账户反弹后清仓出局。从 2010 年 7 月 22 日的基金仓位测算结果显示，样本内开放式基金平均仓位由上周的 79.17% 上升 104BP 至 80.21%。但股票型基金仓位下降 73BP 至 81.14%。从历史上来看，目前仓位处于中等水平，基金仓位的升降分化，显示基金对下一步反弹的高度也不是很乐观。

图 5 7 月最后一周交易账户比例提高至 9.4%



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6 基金的仓位测算



资料来源：华泰联合证券研究所金融工程部

国内政策冲击效应递减，担忧外需冲击和资本外流

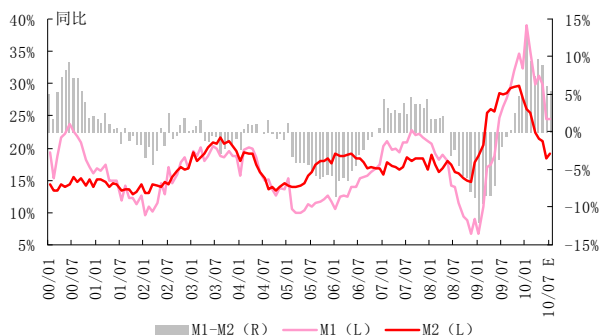
根据宏观组对 7-8 月宏观经济指标的判断，流动性触底，经济增速继续下滑，通胀继续上行。虽然 6 月 CPI 出现回落，但食品价格推动的上行压力仍存在，尤其是生猪市场供需关系变化带动的猪肉价格反弹，以及洪涝灾害将推高粮食、蔬菜等食品价格。商务部和农业部数据显示，7 月食品价格和农产品价格已经出现明显上升。我们宏观预测 7 月 CPI 将达 3.3%。与市场一致预期相比，我们对国内宏观经济情况比市场要乐观一些，但对于外需的下降则更为忧虑。

表 3 宏观数据预测

指标	6 月	7 月（市场一致预期）	7 月（华泰联合预期）
工业增加值	13.7%	13.2%	13.2%
固定资产投资	25.5%	26.0%	23.4%
社会消费品零售总额	18.3%	18.7%	18.6%
出口	43.9%	31.9%	28.8%
进口	34.1%	30.0%	21.6%
CPI	2.9%	3.4%	3.3%
PPI	6.4%	5.8%	5.5%
新增人民币信贷	6034 亿	4750 亿	6800 亿
M1	24.6%	N. A.	24.5%
M2	18.5%	18.6%	19.1%

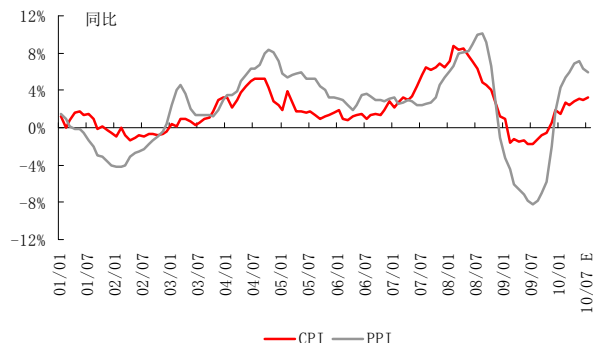
资料来源：Wind, 华泰联合证券研究

图 7 M1 继续回落, M2 小幅反弹



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 8 7 月 CPI 将再次上升, PPI 继续回落



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

国内政策（货币、信贷、财政）对市场冲击效应区域递减。

货币政策来看，我们宏观组认为利率和信贷控制符合预期，虽然 CPI 重新走高，但加息窗口时间已过，加息概率不大。流动性或已触底，信贷额度的控制平稳。

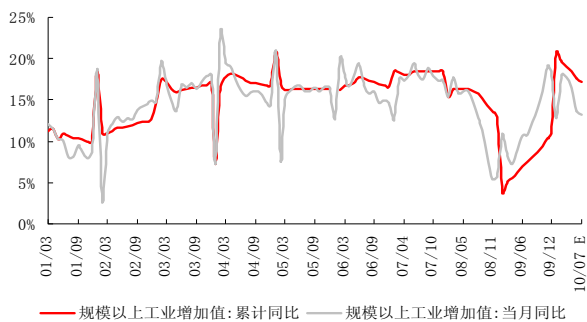
信贷方面，根据证券日报的报道，银监会要求对有独立和稳定第一还款来源的贷款，按照正常贷款管理，不纳入地方投融资管理平台范围，占比 27%，这一举措意味着银行对地方融资平台类贷款拨备计提有限。由财政部担保的地方债开闸发行，也对地方政府前期投资项目的续建提供了保障。

房地产调控政策从“运动式调控”逐步向“以时间换空间”转变，6 月 70 个大中城市房价下降 1 个百分点，“坚决遏制部分城市房价过快上涨目标”实现，我们判断房地产调控政策不会放松，但政策目前将更加强调把握好调控的策略与节奏，预计也不会加码。

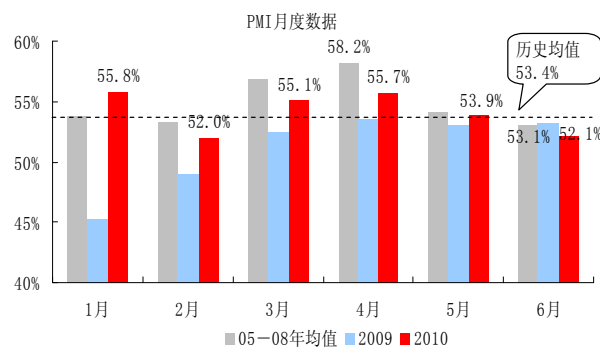
财政政策方面，期待调结构的“另类”刺激政策。7 月 27 日财政部部长谢旭人在 2010 年年中全国财政厅(局)长座谈会上提出了下半年积极的财政政策框架下宏观调控的五大着力点，强调要更加突出“加快转变经济发展方式”。不排除未来当局可能在调结构的框架下出台一些“另类”刺激政策，譬如之前传出的十年间投资 5 万亿元新兴能源产业发展规划。而国务院办公厅关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知，也使“国退民进”由虚入实。让民间资金寻找到投资出路，既能减轻炒房资金的压力，又可减轻地方政府投资项目资金缺口的压力。

图 9 工业增加值减速趋缓

图 10 PMI



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

但外部经济对国内冲击依然具有较大的不确定性。美国经济领先指标在逐步回落, 经季节性因素调整后美国第二季度国内生产总值(GDP)折合成年率增长 2.4%。欧元区的数据看, 7 月经济信心指标增至 101.3, 但欧洲经济的强势主要体现在订单和工业生产上, 而消费依然非常疲软。

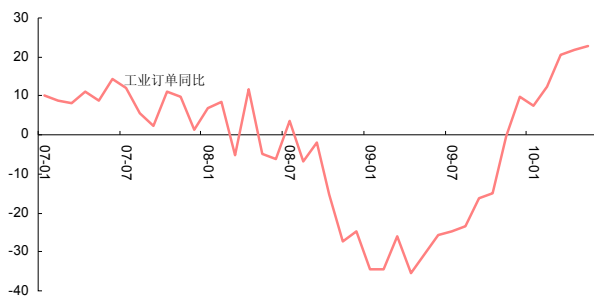
表 4 美国经济领先指标的监控体系

经济先行指数	2010/1	2010/2	2010/3	2010/4	2010/5	2010/6	趋势
OECD 北美领先指标	100.72	101.01	101.24	101.40	101.48		↓
ISM 制造业领先指数	58.4	56.5	59.6	60.4	59.7	56.2	↓
ISM 非制造业综合指数	50.5	53.0	55.4	55.4	55.4	53.8	↓
芝加哥采购经理人指数	61.5	62.6	58.8	63.8	59.7	59.1	↓
纽约州制造业调查指数	15.9	24.9	22.9	31.9	19.6	5.1	↓
费城联储商业前景指数	17.6	18.9	20.2	21.4	8.0	5.1	↓
存货周期指数							
ISM 新订单/存货	1.42	1.26	1.11	1.33	1.44	1.28	↓
半导体订单出货比	1.23	1.23	1.21	1.13	1.12	1.19	↓
货币市场指数							
美国 M1 同比增速	6.1	8.9	8.6	5.8	6.1	4.6	↓
美联储实际利率(%)	0.11	0.13	0.16	0.20	0.20		→
美国十年期国债收益率	3.63	3.61	3.84	3.69	3.31	2.97	↓
价格指数							
美国 CPI	2.6	2.1	2.3	2.2	2.0	1.1	↓
CRB 指数	465.3	478.3	467.3	481.1	458.7	471.4	↓
矿业国家货币指数	0.88	0.90	0.92	0.92	0.84	0.85	→
亚洲发展中国家股指	83.0	82.2	88.2	87.3	82.1	80.9	↓

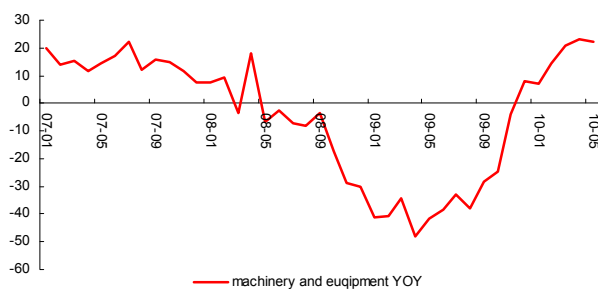
数据来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 11 欧元区工业订单同比

图 12 欧元区机器设备订单同比



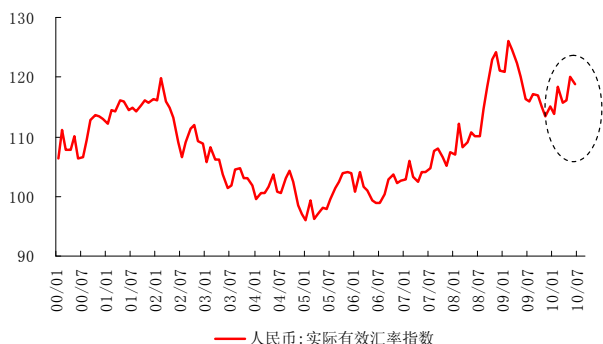
资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所



资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

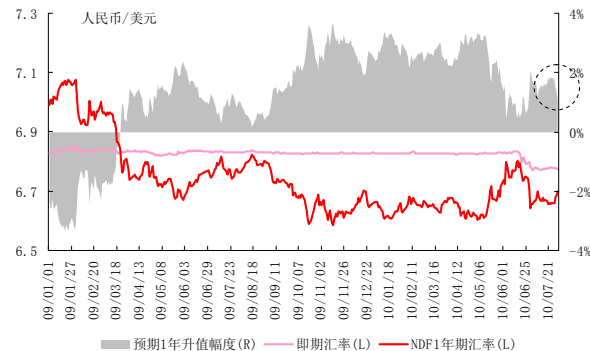
境外经济下滑对于A股的冲击一方面是经济回落,另一方面容易引发资本外逃的预期。我们首席宏观经济学家陆磊认为,人民币兑美元名义汇率可望季度波动态势: **第一阶段: 2010年6月至9月, 人民币汇率小幅升值**, 人民币对美元汇率约从6.82上升到6.70-6.75。原因在于, 美元指数持续走强, 但欧元区主权债务危机牵制了欧元汇率升值, 而人民币参考一篮子货币, 虽然有持续走强压力, 但欧元等货币所占权重压低了人民币汇率。 **第二阶段: 2010年9月末至年底: 人民币汇率贬值**, 人民币对美元汇率回归到6.8左右。原因在于以下两点: 一是欧元区和美国衰退, 压低了中国的外部需求; 二是新兴市场高增长不可持续, 对中国的需求亦不可持续。 **第三阶段: 2011年起, 人民币重拾升势**, 人民币兑美元汇率将达到6.60-6.65区间。如果美国在奥巴马出口倍增计划下实施弱势美元政策(即美联储持续不加息), 欧元区衰退保持半年以上, 则全球定价货币将再度面临2008年第四季度的缺失状态, 各国(尤其是南中国海周边经济体)将加大人民币作为储备货币和结算货币积极性, 人民币供求关系发生变化, 因而出现二度升值。

图 13 今年来人民币有效汇率已明显升值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14 NDF 市场显示人民币升值预期下降



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

市场结论：8月市场可能冲高回落

目前股票相对于债券仍有新引力，市场趋势仍有望继续上冲，但是幅度不会太高，大概率是高位震荡；8月中旬附近，随着中报热情的减弱，美元指数企稳甚至回升，农上市“防破发”引发的护盘预期与做多热情减弱，可能带动市场再次回落。

二、行业选择：从趋势到结构，可选消费依然是主战场

我们7月策略报告重点推荐的可选消费如汽车和家电的月度超额收益都排在市场前五位，目前我们依然认为可选消费收益风险比依然是最优的。

表5 本次反弹各行业收益率对比

行业	收益率(2010年7月5 日-7月30日)	第一周	第二周	第三周	第四周
综合	20.5	5.2	2.2	6.3	0.2
采掘	20.0	6.6	0.1	10.5	-1.7
交运设备	19.9	7.6	0.7	8.1	0.3
家用电器	19.4	9.8	-2.2	6.4	-0.2
有色金属	18.8	5.3	-2.6	9.3	0.7
机械设备	18.5	6.5	-1.1	8.5	-0.4
建筑建材	18.2	5.6	-1.3	8.3	-0.2
房地产	18.1	5.2	0.4	6.4	-0.2
农林牧渔	17.8	6.1	-1.1	5.7	-0.3
轻工制造	17.0	5.8	-0.3	8.0	0.1
医药生物	17.0	7.3	-2.5	8.4	0.0
餐饮旅游	16.8	7.2	-0.6	5.4	-0.4
电子元器件	16.5	6.1	-1.6	6.0	-0.4
纺织服装	16.4	5.8	0.0	6.8	0.1
商业贸易	15.8	6.3	-0.9	7.8	0.1
化工	15.4	4.8	-2.5	5.0	-0.3
黑色金属	15.3	5.6	-1.2	7.3	-0.3
信息设备	14.5	3.7	-0.9	6.8	0.3
食品饮料	13.9	5.8	-0.1	5.0	-0.6
交通运输	13.2	4.8	-1.9	5.8	0.3
沪深300	13.2	4.5	-1.2	4.3	1.4
信息服务	10.5	3.6	-2.5	6.4	0.0
公用事业	9.7	2.4	-0.8	7.5	-0.1
金融服务	6.0	2.7	-2.5	6.8	-0.3

资料来源：Wind，华泰联合证券研究

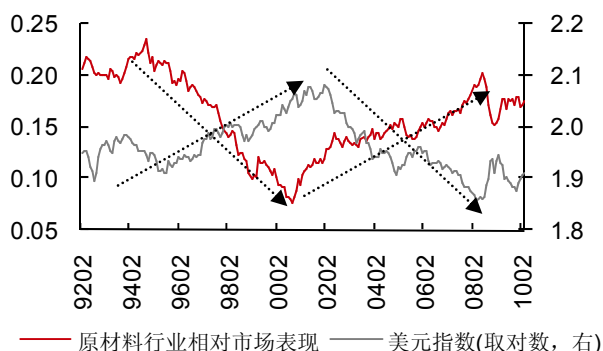
宏观环境设定：M2增速与美元企稳、经济与非食品类通胀回落

根据我们宏观组的设定，M2增速开始触底，美元在80-82附近开始企稳，经济增速、PPI和非食品CPI均回落，从这个角度来看，可选消费依然是最优选择。

美元指数企稳，甚至回升，经济回落，但流动性未见放松的情况下，大宗商品价格强势上升的概率偏小，原材料和能源行业的超额收益难以体现。尽管我们在7月策略“黎明前的黑暗”将煤炭、有色、医药和农业作为抢反弹的重点行业，但是未来风险逐步在增加。

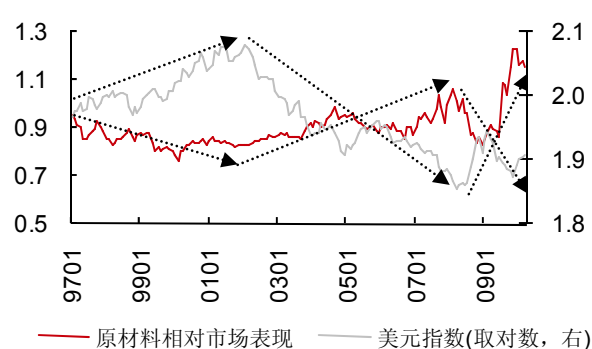
在经济回落，通胀回落的背景下，中游制造业的系统性机会仍未出现，仍维持在工业中的两个子行业“军工和建筑工程”的推荐。

图 15 美元汇率是美国原材料行业超额收益的反向先行指标



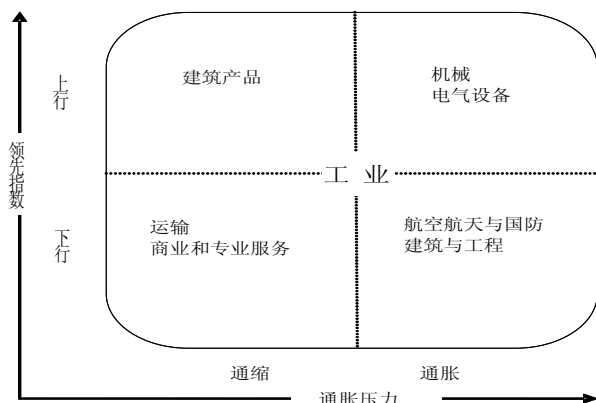
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 16 美元汇率是中国原材料超额收益的反向先行指标



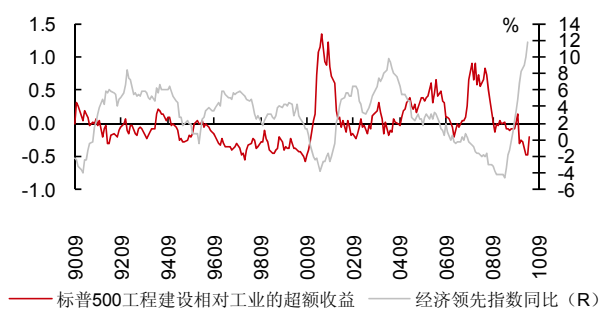
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 17 工业子行业的轮动



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 18 建筑与工程在领先指数触顶之后有好的表现

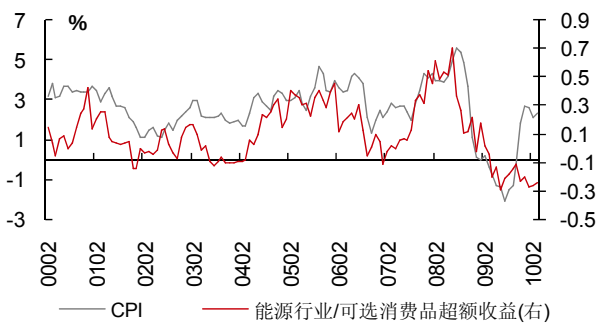


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

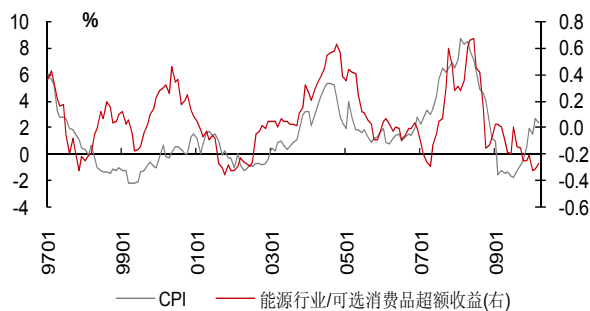
经济回落使得大宗商品价格上行空间受到抑制，PPI和非食品通胀环比压力将逐步下降，尤其是工业品的价格，因此可选消费品的成本压力开始逐步下降，居民实际收入增速也将逐步好转，目前汽车可选消费更多的是超额收益的回升，预期未来经济底出现后，汽车等可选消费将进入超额收益和绝对收益上升阶段。

图 19 美国能源与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀

图 20 中国油价与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀

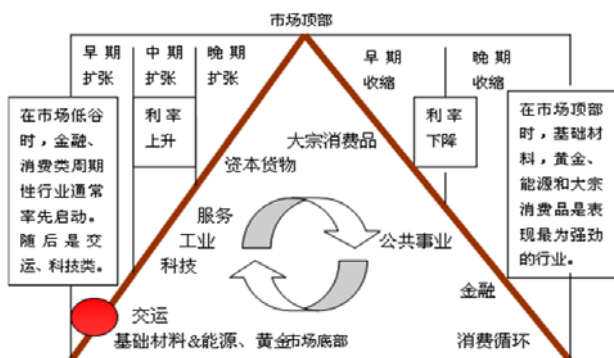


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



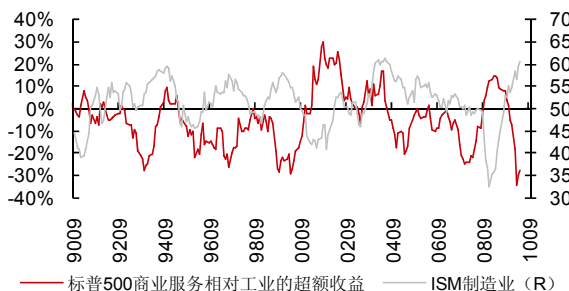
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21 国际投资时钟指向可选消费



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22 商业和专业服务超额收益和领先指数负相关



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

投资占 GDP 比重回落时期：国际市场的经验

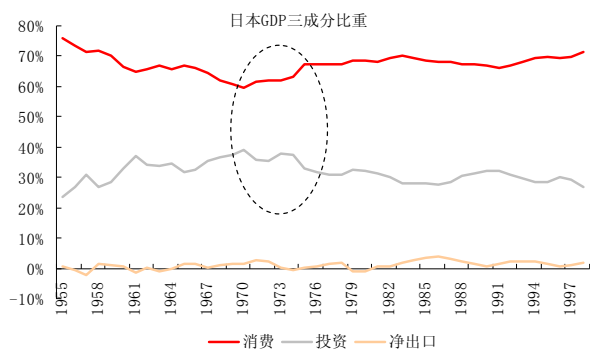
从日本、台湾的经济发展经验看，重工业化时代结束后，经济面临新的转型，使得投资占GDP的比重明显下滑，而消费占比上升。而经济增长方式的转变，带来行业盈利能力变化，表现为股市中重工业相关的传统制造业与新兴产业及消费服务业表现分化。

日本投资高峰过后的经济转型期，股市中新兴产业和消费服务业表现较好。从细分行业指数来看，1970年-1980年远远跑赢大盘的行业是信息通讯、交运设备、航空；钢铁、建筑、地产等传统行业都跑输大盘。

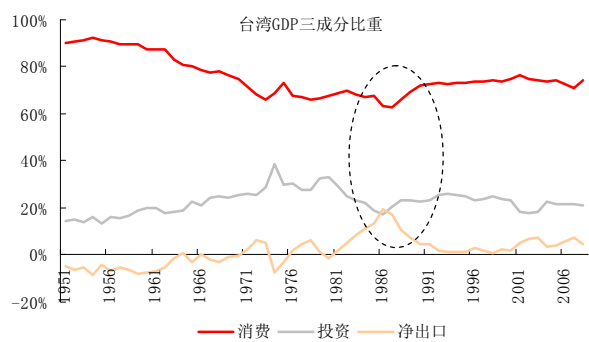
日本投资高峰过后的经济转型期，股市中同样是新兴产业和消费服务业表现较好。从细分行业指数来看，1990s年代远远跑赢大盘的行业是电子、汽车，食品、百货较优，钢铁、建筑、机械、水泥、化工等传统行业都跑输大盘。

图 23 日本经济转型后投资占 GDP 比重下降

图 24 台湾经济转型后投资占 GDP 比重下降

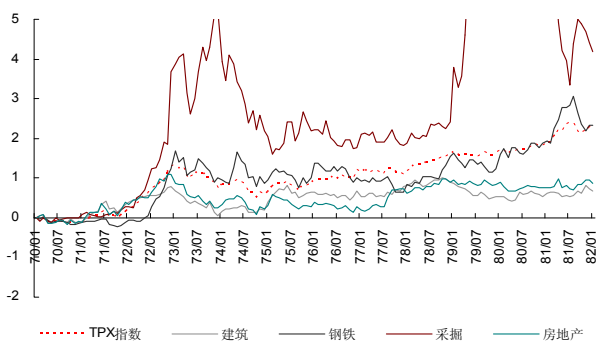


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



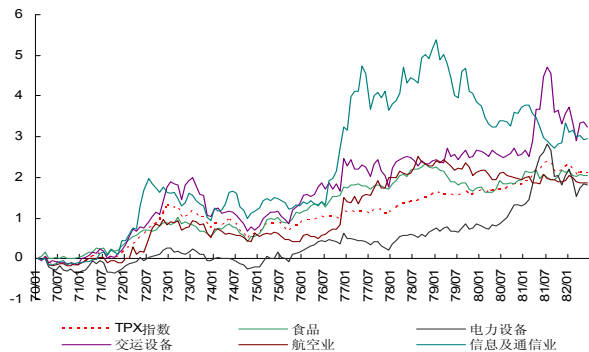
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 25 日本转型期传统制造业表现较差



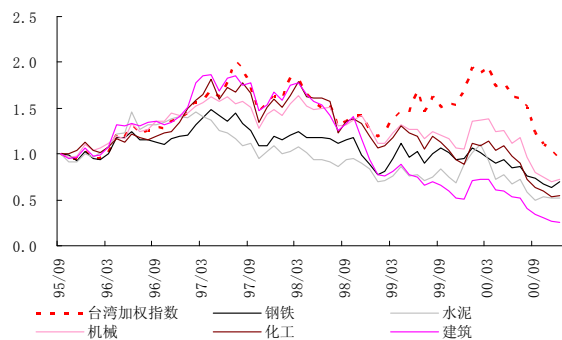
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 26 日本转型期高端制造业和消费业表现较好



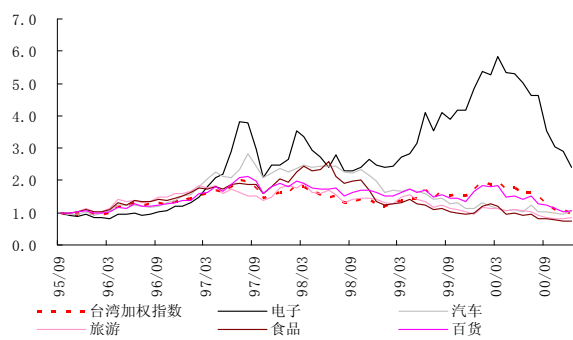
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 27 台湾转型期传统制造业表现较差



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 28 台湾转型期新兴产业和消费业表现较好



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

三、股票组合：成长、低估、举牌、军工

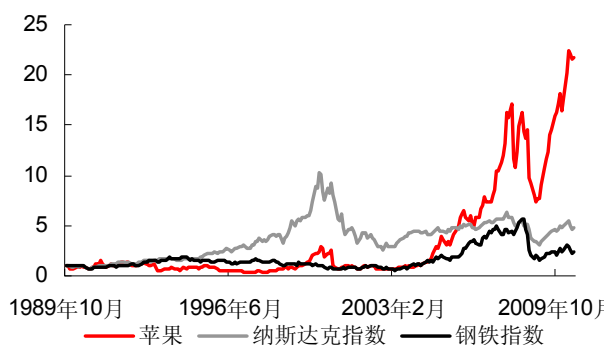
穿越周期的“成长组合”

在消费占 GDP 比例长周期开始回升的背景下，成长性个股长期表现也将优于周期性行业板块和传统行业，如苹果、可口可乐、微软、沃尔玛等长期来看都是远远跑赢市场及行业指数。



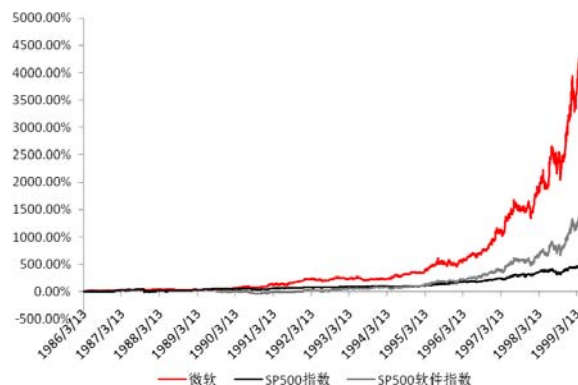
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2 苹果股价强于纳斯达克指数与周期行业



资料来源：华泰联合证券研究所

图 6 微软股价持续强于行业及市场



资料来源：华泰联合证券研究所

日本的经济转型期可以视作从 1960 至 1980 年，韩国和台湾是 1970-1990 之间的 20 年。而对于 1910 年就已经实现城市化的美国，其几次转型都是以技术创新作为核心。日本和韩国经济转型期内产业升级类和新兴产业类个股市场表现最好。这些板块最容易出现成长股。1970 年到 1980 年日本传统制造业利润率明显下降，而先进制造业利润率提升，非制造业利润率维持稳定。与投资相关行业盈利能力受到较大冲击，如钢

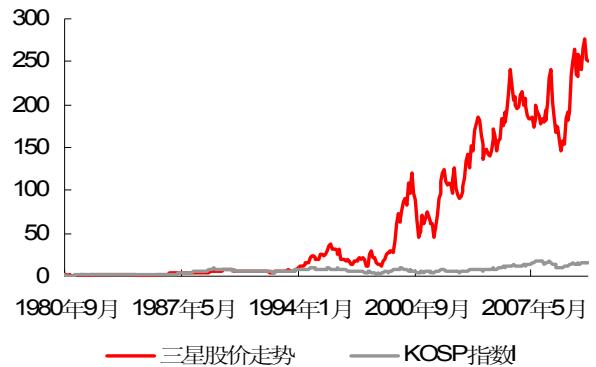
铁；而先进制造业如电气设备、精密设备、专用设备利润率明显高于制造业平均水平；消费类，如食品饮料、批发利润率比较稳定；信息技术、生活服务等新兴产实现较高的利润率。以日本佳能、任天堂等为代表的成长性公司在经济转型期的业绩出现爆发，股价持续走强。韩国的三星在 90 年代后也经历了类似的过程。

图 12 日本佳能在经济转型期间股价不断上升



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11 韩国三星在经济转型后期股价持续强劲



资料来源：华泰联合证券研究所

经过我们行研及策略的综合筛选，以下 25 支个股未来成长性较为明确，后续发展空间较大。

表 6 成长组合

代码	股票名称	行业	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	7-20 股价
000790.SZ	华神集团	医药生物	0.03	0.11	0.23	0.40	127.45	14.02
002104.SZ	恒宝股份	信息设备	0.32	0.50	0.69	0.84	35.00	17.50
002313.SZ	日海通讯	信息设备	0.73	1.13	1.57	2.10	31.82	35.96
002281.SZ	光迅科技	信息设备	0.65	0.79	0.96	1.34	39.48	31.19
300058.SZ	蓝色光标	信息服务	0.61	0.94	1.40	1.79	28.91	27.18
002065.SZ	东华软件	信息服务	0.57	0.81	1.06	1.42	29.16	23.62
600199.SH	金种子酒	食品饮料	0.14	0.26	0.43	0.65	51.58	13.41
000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	0.60	1.10	1.64	2.31	40.49	44.54
600280.SH	南京中商	商业贸易	0.30	0.90	1.20	1.60	24.36	21.92
600828.SH	成商集团	商业贸易	0.63	0.44	0.92	1.25	37.52	16.51
002327.SZ	富安娜	纺织服装	0.84	1.10	1.43	1.77	31.13	34.24
002341.SZ	新纶科技	元器件	0.48	0.74	1.22	1.83	50.12	37.09
002138.SZ	顺络电子	元器件	0.50	0.71	0.94	1.33	35.96	25.53
002369.SZ	卓翼科技	元器件	0.50	0.90	1.36	1.88	34.81	31.33
002271.SZ	东方雨虹	建筑建材	0.46	0.61	0.94	1.33	44.07	26.88
002158.SZ	汉钟精机	机械设备	0.41	0.63	0.89	1.25	34.84	21.95
000811.SZ	烟台冰轮	机械设备	0.32	0.50	0.67	0.89	34.00	17.00
002123.SZ	荣信股份	机械设备	0.55	0.79	1.12	1.56	40.89	32.30
002192.SZ	路翔股份	化工	0.17	0.32	0.74	1.80	85.06	27.22

002395.SZ	双象股份	化工	0.47	0.61	1.05	1.70	42.57	25.97
601888.SH	中国国旅	餐饮旅游	0.36	0.48	0.60	0.70	45.96	22.06
000550.SZ	江铃汽车	交运设备	1.22	1.47	1.85	2.21	14.66	21.55
000581.SZ	威孚高科	机械设备	0.79	1.26	1.62	1.84	12.50	15.75
002290.SZ	禾盛新材	家用电器	0.52	0.77	1.17	1.53	36.26	27.92
002326.SZ	永太科技	化工	0.43	0.73	1.21	1.93	68.44	49.96

资料来源：华泰联合证券研究所

PB 和价格均低于 1664 的“低估组合”

七月第二周中报中我们列举了同样的低估组合，其中的海油工程、华星化工等股票涨幅较大。

我们再次列出了 PB 低于 1664，而且绝对价格也低于或者相近的股票。如云天化、云南盐化、盐湖钾肥、太平洋、大秦铁路、长江电力、天津港、江山股份、河北钢铁、深高速、新安股份、荣丰控股、深圳机场、广深铁路、山东高速、海油工程、国元证券、泸天化、中国中铁、中信证券。

表 7 PB 低于 1664，绝对价格低于或相近的股票

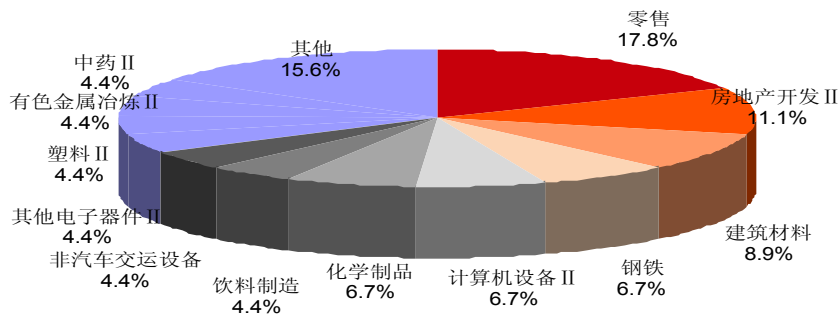
证券代码	证券简称	1664 点 PB	当前 PB	1664 点价格(复权)	当前价格(复权)	价格差
600096.SH	云天化	9.9	2.2	60.2	16.9	-72%
002053.SZ	云南盐化	4.6	2.3	26.2	12.0	-54%
600837.SH	海通证券	4.7	1.9	20.6	10.2	-50%
000792.SZ	盐湖钾肥	27.8	11.0	83.6	43.3	-48%
601099.SH	太平洋	12.4	10.1	16.6	11.9	-28%
601006.SH	大秦铁路	3.8	2.6	10.3	8.6	-16%
600900.SH	长江电力	3.3	2.2	9.2	8.2	-10%
600717.SH	天津港	3.5	1.5	9.9	8.9	-10%
600389.SH	江山股份	3.0	2.2	10.5	9.5	-9%
000709.SZ	河北钢铁	1.5	1.0	4.4	4.1	-8%
600548.SH	深高速	1.6	1.3	5.2	5.0	-5%
600596.SH	新安股份	5.7	2.1	12.6	12.0	-5%
000668.SZ	荣丰控股	5.4	2.8	12.6	12.2	-4%
000089.SZ	深圳机场	2.2	1.9	6.0	5.9	-3%
601333.SH	广深铁路	1.3	1.1	3.8	3.8	-2%
600350.SH	山东高速	2.1	1.8	5.0	5.0	-1%
600583.SH	海油工程	5.6	2.8	6.5	6.5	1%
000728.SZ	国元证券	3.9	1.7	12.9	13.2	2%
000912.SZ	泸天化	1.8	1.6	6.8	7.0	3%
601390.SH	中国中铁	1.8	1.6	4.5	4.6	3%
600030.SH	中信证券	2.5	2.1	12.2	12.8	5%

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所（PB 取上年年报净资产，剔除 ST 股票）

可能被举牌的“秋香组合”

经统计，历史上曾经被举牌的公司行业多分布在零售、房地产开发和建筑材料行业，而被“举牌”公司当时的大股东平均持股比例为 22%，PB 均值为 3.43。

图 18 被“举牌”公司的行业分布



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

不少上市公司的实际控制人除第一大股东直接持股之外还通过其他关联方或者一致行动人持有股份，因此实际持股比例远大于表面披露的数据。我们在筛选标的时也注意到这个问题，因此对上市公司的实际控制人持股比例进行了严格的过滤。同样对于举牌方来讲，成本也是一个较重要的因素，因此那些股本较小、股价相对较低的上市公司更受欢迎。

考虑到上面的因素，我们主要从以下几个维度对潜在标的进行了筛选：

股价≤10 元

大股东持股比例≤22%

总股本≤10 亿

行业属性：主要是零售、房地产开发和建筑材料行业、采掘及矿业等

PB≤4

通过筛选，我们建议大家可以关注如下潜在被“举牌”标的：

证券代码	证券简称	第一大股东持股比例	股权集中度	所属申万行业一级行业	股价	PB	总市值	总股本
600872.SH	中炬高新	10.72	7.81	房地产	7.84	3.80	11.98	7.97
000573.SZ	粤宏远 A	13.98	10.6	房地产	4.43	1.99	6.98	6.23
600805.SH	悦达投资	21.7	17.44	综合	11.02	3.70	11.37	5.45
000616.SZ	亿城股份	19.98	16.88	房地产	5.17	1.83	6.00	9.93
600819.SH	耀皮玻璃	19.41	3.15	建筑建材	7.52	2.97	48.51	7.31

600777.SH	新潮实业	20.9	19.78	房地产	7.41	3.44	7.25	6.25
600291.SH	西水股份	14.61	1.67	建筑建材	11.08	1.56	20.40	3.84
000759.SZ	武汉中百	10.16	6.45	商业贸易	11.59	3.39	11.67	6.81
000534.SZ	万泽股份	18.68	14.51	房地产	5.94	2.76	12.57	2.55
600330.SH	天通股份	8.11	0.05	有色金属	8.39	3.90	42.38	5.89
600512.SH	腾达建设	4.49	0.74	建筑建材	4.16	2.86	16.56	7.37
000040.SZ	深鸿基	19.8	2.99	房地产	5.93	3.06	9.70	4.70
600790.SH	轻纺城	15.64	5.17	商业贸易	7.64	3.81	17.14	6.19
600720.SH	祁连山	12.78	0.9	建筑建材	15.43	3.46	4.41	4.75
000521.SZ	美菱电器	18.01	11.306	家用电器	9.85	2.97	13.74	4.14
600986.SH	科达股份	19	0.63	建筑建材	7.05	3.76	12.85	3.35
600683.SH	京投银泰	29.81	4.98	商业贸易	6.95	3.39	11.14	7.41
600212.SH	江泉实业	18.25	16.7	综合	4.49	2.19	26.79	5.12
600668.SH	尖峰集团	16.15	14.82	建筑建材	6.50	2.33	9.24	3.44
600325.SH	华发股份	21.91	17.26	房地产	13.11	2.08	27.86	8.17
000796.SZ	宝商集团	17.38	16.72	商业贸易	6.05	3.49	6.86	2.47
600652.SH	爱使股份	9.09	8.46	综合	5.24	3.08	0.02	5.57

资料来源：华泰联合证券研究所

八月主题：军工股

“八一”建军节即将到来，我们认为市场可能短期存在对军工概念个股的炒作，我们建议从以下 3 个维度来把握相关的投资机会：

成长性：受益于“北斗”系统的建设和卫星商业化应用带来的卫星产业的发展，重点关注卫星应用和卫星制造类—中国卫星、北斗星通；

资产整合：中航工业、兵器工业、航天科技和航天科工等四家集团已陆续开展资产整合工作。中航工业集团的整合框架已经比较明晰，力度较大。建议关注具有较明确重组预期的公司有西飞国际、哈飞股份；兵器工业和兵器装备集团的战略整合建议关注中国嘉陵。

政策扶植---武器装备现代化和信息化：新华光、航天电子。

综合来讲，建议重点关注：中国卫星、西飞国际、中国嘉陵、新华光。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhq.com



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

