

日期: 2010 年 8 月 2 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870210060001

将估值修复进行到底

——2010 年 8 月份 A 股市场投资策略

主要观点:

- ◆ 7 月份的反弹体现出非常明显的估值修复特征, 低估值、周期性行业公司获得相对高涨幅, 市场阶段性放弃了单边下跌过程的行业属性区分逻辑, 如周期与非周期、政策鼓励与打压等。与我们前期关注传统行业的估值修复的策略观点高度吻合。
- ◆ 上半年宏观经济快速回落, 符合政策调控预期也增加调控过头的担忧。下半年宏观调控政策定调以稳为主, 实际上是在防过热防通胀的单目标退出后, 政策温和转向。短期保增长防投资下滑过头、长期调结构促转型, 眼前保增长、远期调结构。
- ◆ 政策重回保增长格局, 市场各种积极因素累积, 市场从单边退出和经济转型阵痛中迎来难得的喘息期, 估值修复的反弹行情将走向深入。政策休整而非放松, 资金面难支撑系统性上涨、基金仍然谨慎、市场自身认可度不高决定了行情估值修复的反弹性质。
- ◆ 结合我们从宏观经济、政策及市场情绪等各方面综合分析、判断, 上证指数 8 月份 2500 点-2800 点是指数运行的大概率区间, 后估值修复的指数震荡盘升是主要运行形态。
- ◆ 配置策略上, 大的方面仍沿用季度策略的观点, 一是具安全边际的传统行业仍有估值修复基础, 二是战略新兴行业中自下而上精选, 三是大类的消费服务行业的行业性机会, 四是 8 月份应更加重点关注, 后估值修复的分散性主题性机会, 如央企整合、上海国资整合、航天军工公司的重组整合, 中报超预期个股, 以及部分超募资金较多的新上市中小板或创业板股, 中报有高送转可能。
- ◆ 月度组合个股和季度策略稍有变动, 加入东北证券、凯撒股份: 招商银行、张裕 A、友阿股份、东百集团、国电南自、中国中期、彩虹股份、太极股份、东北证券、凯撒股份。

报告编号

ZXY10-M05

相关报告

《蛰伏, 转型期的非典型性机会——2010 年三季度 A 股市场投资策略》

《估值可比历史低位, 向上尚需催化因素——2010 年 6 月份 A 股市场投资策略》

报告首发日期: 2010 年 8 月 2 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目录

一、前期策略观点及行情回顾.....	1
■ 前期策略观点回顾	1
■ 7 月份行情回顾：估值修复引致大反弹	2
二、宏观经济及政策中的新气息：保增长.....	4
■ 宏观经济快速回落，符合调控预期也增加担忧	4
■ 政策定调：保增长前提下着力调结构	9
■ 保增长举措：西部大开发和民间投资新 36 条分工版	10
■ 调结构：年内意图已尽的地产调控和即将出台的战略战略性新兴产业规划	11
■ 政策休整而非放松：仅仅是估值修复行情	12
三、将估值修复进行到底.....	12
■ 部分积极因素累积效应的释放	12
■ 资金面难支持系统性机会	15
■ 墙内花墙外香能否唤起曾经的逻辑	17
四、谨慎的市场情绪 反弹可走得更远.....	19
■ 基金仍然谨慎	19
■ 市场自身认可不高	20
五、市场研判及配置主线.....	22
■ 后估值修复的震荡盘升 发散性主题机会增多	22
■ 配置策略	23
■ 重点个股	24

图表

图表 1 市场主要指数成份月涨幅(流通市值加权平均)%	2
图表 2 全球主要指数红 7 月	3
图表 3 各一级行业月涨幅(流通市值加权平均)及预测 PE	3
图表 4 活跃股、小盘、中价、微利及高 PE 指数成份涨幅居前(流通市值加权平均)%	4
图表 5 GDP 增速回落明显 (%)	5
图表 6 房地产投资增速初步回落 固定资产投资已回到合理水平 (%)	5
图表 7 社会消费品零售总额累计同比增速平稳 (%)	6
图表 8 进出口增速同比将延续回落 (%)	6
图表 9 货币紧缩接近目标 信贷增速将企稳 (%)	6
图表 10 PPI 见顶拐点已现 CPI 高点可能在 7 月	7
图表 11 分项 PPI 显示 (%)	7

图表 12	食品和非食品 CPI 环比下降厉害 (%)	7
图表 13	PMI 连降 2 月, 订单回落、产成品库存上升, 二次去库存压力大	8
图表 14	发电量同比增速加速回落 (%)	8
图表 15	工业增加值增速加速回落 (%)	9
图表 16	以盈利能力强的央企为例, 利润也是高位回落 (%)	9
图表 17	西部地区是保投资的主战场 (%)	11
图表 18	经济转型、政策退出及二次探底担忧是市场主要指数调整深幅近半的主要原因, 是估值修复的基础	13
图表 19	深成指 B 股指数强势和近期港币的强势	13
图表 20	AH 溢价指数在 100 上下徘徊	14
图表 21	两市共 1013 家上市公司发布业绩预告 中期业绩向好明显	14
图表 22	A 股上市公司中报预告净利润最大变动幅度区间	15
图表 23	4.23 日-7.23 日发生重要股东增减持行为的上市公司数目	15
图表 24	外汇占款发行的基础货币是下降的	16
图表 25	农行发行前后货币投放情况	16
图表 26	融资及再融资公司家数及募集规模月度统计	17
图表 27	美欧日失业率重新上升	18
图表 28	美元见顶后资金流入港币明显	18
图表 29	美元弱势有助于 A 股走强	19
图表 30	基金仓位轮回至两年前 反弹中象征性加仓	19
图表 31	基金中报低配金融、采掘、交运和房地产等有回补仓位可能 (%)	20
图表 32	近月合约贴水、各合约基差不大反应后市迷惘	20
图表 33	净融资额持续上升 总量不大 (万元)	21
图表 34	今年以来上市 202 家新股中, 收盘价破发家数	21
图表 35	今年以来上市 202 家新股的首日表现	22
图表 36	周换手率显示市场处底部区域 (%)	22

表格

表格 1	市场对 7 月份重要宏观指标的预测均值	9
表格 2	四大行再融资规模	17
表格 3	7 月份行业资金流向排名	23
表格 4	组合个股	24

一、前期策略观点及行情回顾

■ 前期策略观点回顾

回顾我们前两期的定期策略观点，其中5月底完成的6月份月度策略报告主题是，估值可比历史低位，向上尚需催化因素。核心思想是强调了市场整体估值已经可比1664点水平，而当时是全社会信心崩溃时的水平，其中以大盘股、周期类龙头公司估值溢价最低，相对1664点溢价率在10%不到，同时AH溢价指数处于历史低位、相比道指A股估值相当都表明市场处于价值底部。基于对宏观经济高速增长中通胀的判断，以及中国经济出现二次探底的系统性风险可能不大、在市场大部分行业公司对政策退出反应了接近40-50%的跌幅的大背景下，但我们判断行情的催化因素尚待出现，紧缩政策在市场博弈中和欧洲债务危机后将趋于缓和，“6月份市场将承接5月的低点区域，作盘底走势，主要运行格局将是震荡、盘整、徘徊、潜伏蓄势为主。随着部分积极因素的出现和累积，可从布局角度考虑，适当、逐步提高原有仓位比例。”

而在6月底的三季度策略中，我们判断随着各项宏观指标已明显回落或初步趋向调控预期目标，急风骤雨式的退出政策将放缓，未来货币紧缩的边际效应缩减，更多依靠结构性积极的财政政策，着力“调结构”。参考成熟经济体的股市结构，我国的转型路途遥远，非一两年运动式推进所能完成。一定区间内的蛰伏成为指数在转型期的主要运行形态，市场总体的系统性机会不大，更多表现为场内资金追逐短中期主题或题材的非典型性机会。配置主线方面，首选估值处于历史较低水平的传统行业的估值修复机会，如金融、钢铁、地产、采掘、建材、化工等；二是在市场风险释放后中期布局新兴产业中的潜力公司；三是商业零售、食品饮料、旅游、餐饮酒店、航空高铁、传媒、品牌服装、医药等大类消费服务行业的行业性机会；四是区域经济和产业振兴规划等主题交易性的机会。

综合我们前期的观点，判断市场处在估值低位，而中国经济不可能二次探底，以及对经济转型的看法（如转型不可能短期内以运动式方式完成，转型也不是彻底抛弃原有传统行业、利用新技术新模式改造升级旧有传统产业也是转型的重要内容），认为过度的下跌将迎来估值修复的机会在逻辑上是合理的。同时我们关注到市场部分积极因素开始出现和累积，只是静待催化。进入7月，随着上半年国民经济运行数据出炉以及政策高层对下半年经济的定调（市场解读为调控放松）市场的反弹在我们看来是必然的。

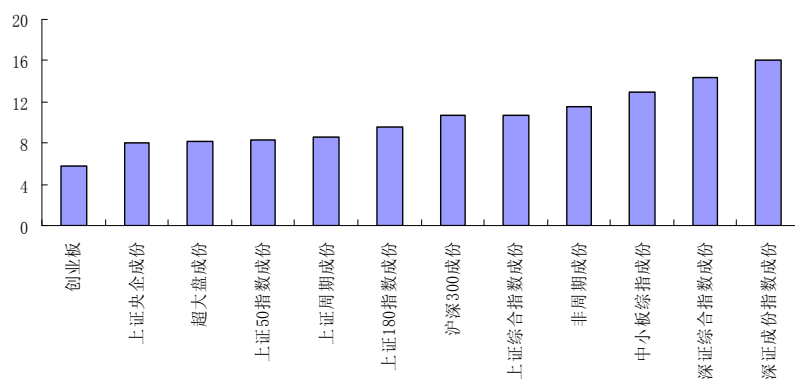
从这波反弹行情来看，我们从大方向上把握了行情的运行主线，低估值周期性行业的估值修复成为大盘筑底反弹的重要力量，估值修

复与结构调整两条主线是我们短中期选择投资标的的两个维度。遵循和前期一致的逻辑判断，8月份市场将会抓住难得的机遇期将估值修复进行到底。机会把握上除了继续关注估值修复外，还更应关注估值修复带来的市场信心修复幅射出的多样性主题机会。

■ 7月份行情回顾：估值修复引致大反弹

对众多在下跌中备受煎熬的投资人来说，7月份是一个幸福的月份。全月从月初最低点开始，几乎是单边上涨的行情。上证综指从年内最低点 2319 开始反弹到最高点 2656 点，涨幅超过 300 点，月涨幅为 10%。全市场各主要指数成份月涨幅除创业板涨 5.8% 外，其余都超出 8%，一半以上涨幅超出 10%（图 1），涨幅最大的是深成指，达 16%。

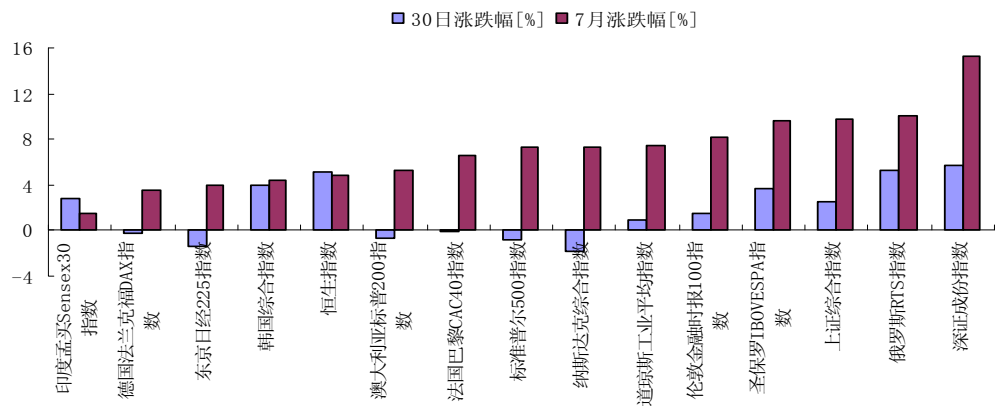
图表 1 市场主要指数成份月涨幅(流通市值加权平均)%



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所（统计数据收盘日为7月28日，非特别说明以下的收盘数据都截至7月28日）

7月全球主要股票指数也迎得满堂红，图 2。沪深两市这对难兄难弟在反弹里收益率排在第三和第一。外围市场也从欧债危机、政策退出及全球汇率剧烈波动的冲击中逐步企稳。

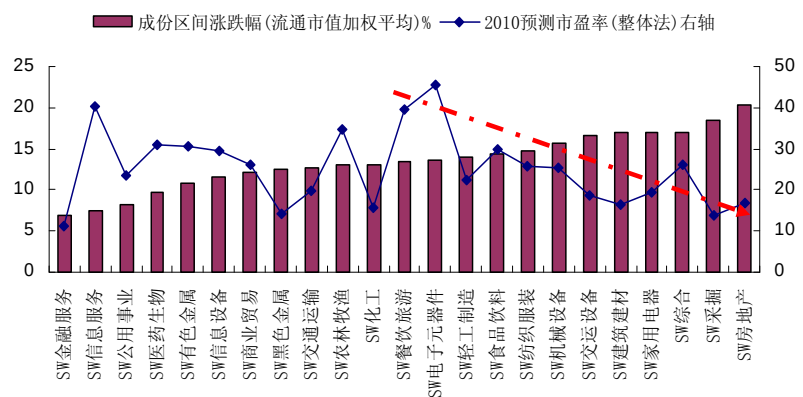
图表 2 全球主要指数 7 月



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

7月的反弹体现出非常明显的估值修复特征。从行业涨幅来看,图3,低估值的涨幅居前,如房地产、采掘、家用电器、建筑建材、交运设备、机械设备等行业,月度涨幅超过15%,先期领先股涨过30%-40%。这些行业今年预测PE多数在20倍以内,低估值者高涨幅,显示了市场对估值修复的认同,也阶段性放弃了下跌过程的行业属性区分逻辑,如周期与非周期、政策鼓励与打压等。有色、黑色金属涨幅相对靠后,说明目前市场情绪还比较谨慎,还没有从更乐观的投资逻辑、从产业链角度演绎反弹,这一点要在行情走得更深入后。大盘的反弹在于宏观大环境、而选择低估值行业发动攻击则在于绩优中报或分红的利好。

图表 3 各一级行业月涨幅(流通市值加权平均)及预测 PE

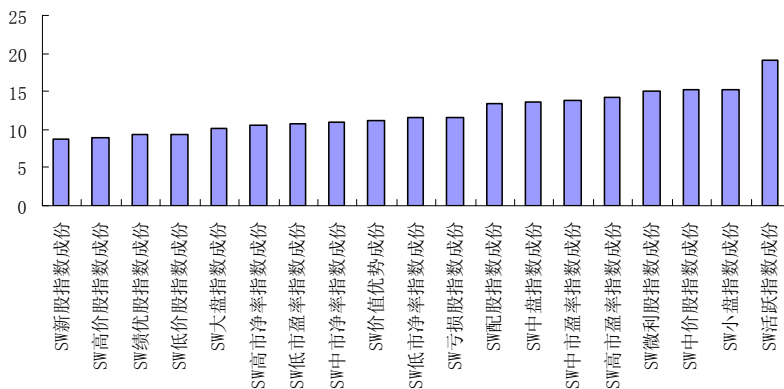


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

估值修复引致的大反弹带来市场信心的修复,部分明星题材股赚钱效应的显现,极大的引导了市场的风格特征指数,图4。与往常经

验相似，反弹过程中的小盘、中价、微利股、高 PE 四种风格指数成份及活跃股指数成份是所有特征指数中录得收益率相对较大的几项，但整体差异不明显。

图表 4 活跃股、小盘、中价、微利及高 PE 指数成份涨幅居前(流通市值加权平均)%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、宏观经济及政策中的新气息：保增长

上半年经济数据出台及中央为下半年政策定调，透露出目前的宏观经济及政策不同于上半年的新气息，尽管在表述上并无二致。

■ 宏观经济快速回落，符合调控预期也增加担忧

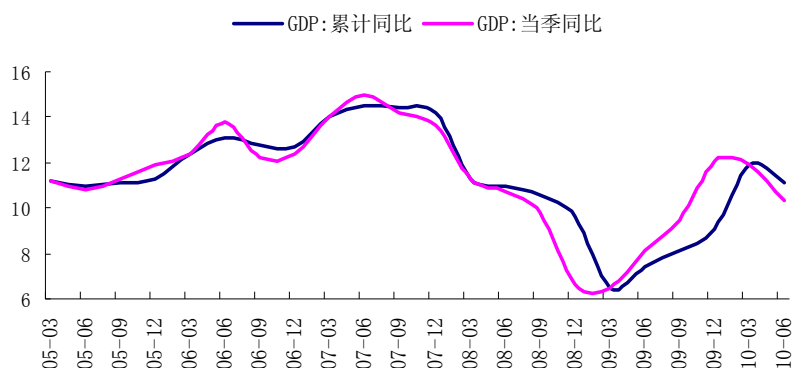
7 月中旬国家统计局公布我国上半年宏观经济运行情况。总体上看，宏观经济呈现快速回落势头，尽管上半年 GDP 增长 11.1%，仍是一个相当高的增速，但二季度 10.3% 的增速，比一季度回落 1.6 个百分点，比去年四季度回落近 2 个百分点，三季度增速将回到潜在增长水平区间，图 5；全社会固定资产投资增速 25%、城镇固定资产投资增速 25.5% 继续高位放缓，图 6；而名义消费增速 18.2% 保持平稳，图 7；进出口仍保持较高增速，但同比增速已开始明显回落，图 8。物价方面，6 月 CPI 控制在 2.9%，增速比 5 月回落 0.2 个百分点，未来还有高点，而 PPI 为 6.41%，可以确认 5 月是全年的高点，见图 10、图 11 和图 12。货币供应出现加速回落，M2 离目标值 17% 相差 1.5% 不到，图 9，信贷仍是严格按照额度控制进行。工业企业生产及效益方面，PMI、发电量持续回落、工业增加值增速也是高位持续回落，尤其是重工业回落势头猛，见图 13-图 16。

宏观经济的这种高位下行的态势有喜有忧，喜是因为方向上符合

调控预期、一定意义上是防通胀防过热的调控目标的达成，担忧的是经济惯性回落过头（甚至引发二次探底，市场上持此观点者众）。

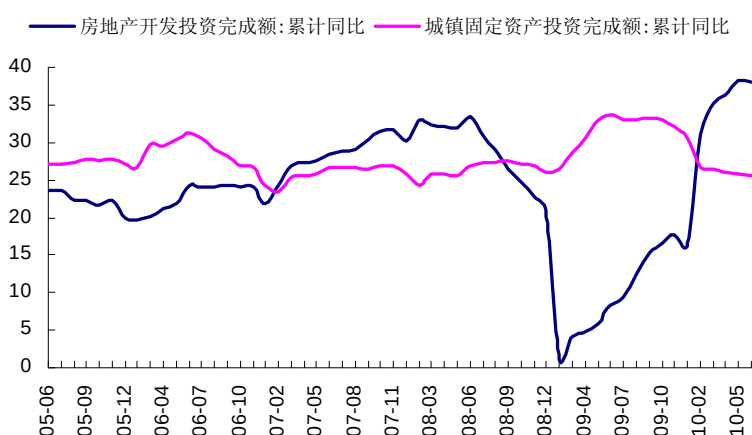
指标方面，令人担忧的是，房地产固定资产投资增速刚开始出现增速下滑，但整个城镇固定资产投资增速已从高位逐步回到 25.5% 这个相对合理的水平，未来投资增速能否在一个相对高位的水平上企稳呢？即民间投资能否接力政府投资、保障房建设和新兴产业投资能否化解房地产投资增速的下滑呢？6 月的货币供应增速出现快速下降意味着经济“骤冷”；尤其是 PMI 新订单及出口订单数据连续两个月回落而产成品库存指数上升至 08 年 10 月的水平，二次去库存压力大；6 月发电量同比增速仅为 11.37%，这与 PPI 重工业分项数据和工业增加值两者的同比增速也是相互印证的。工业生产回落而一般来说工业生产回落的惯性较大。

图表 5 GDP 增速回落明显（%）



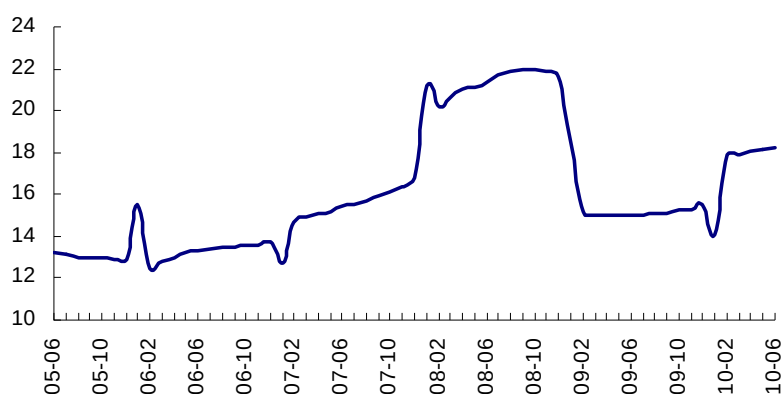
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图表 6 房地产投资增速初步回落 固定资产投资已回到合理水平（%）



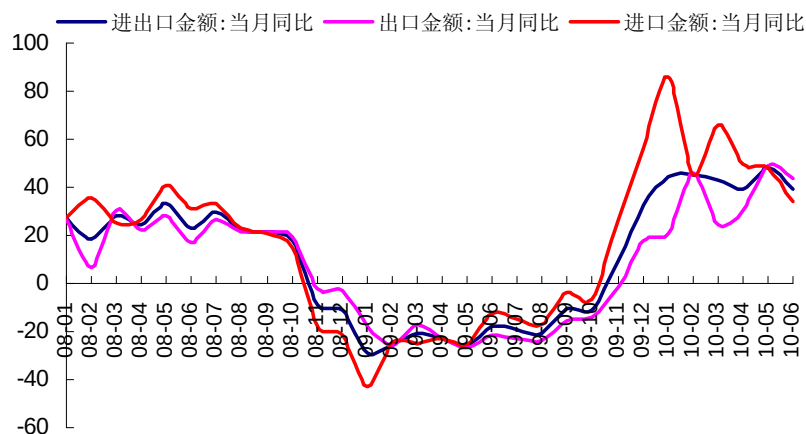
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图表 7 社会消费品零售总额累计同比增速平稳 (%)



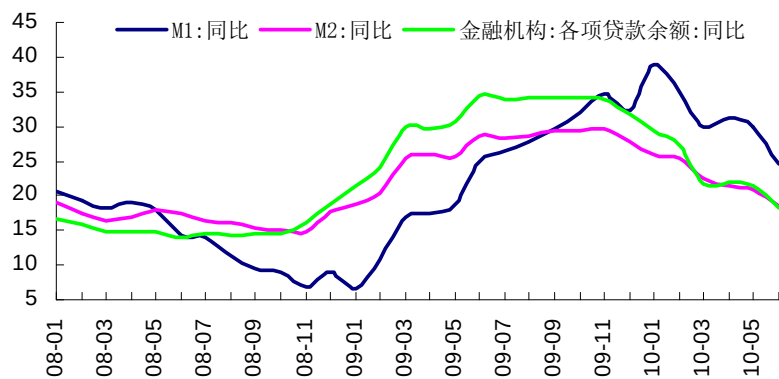
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 8 进出口增速同比将延续回落 (%)



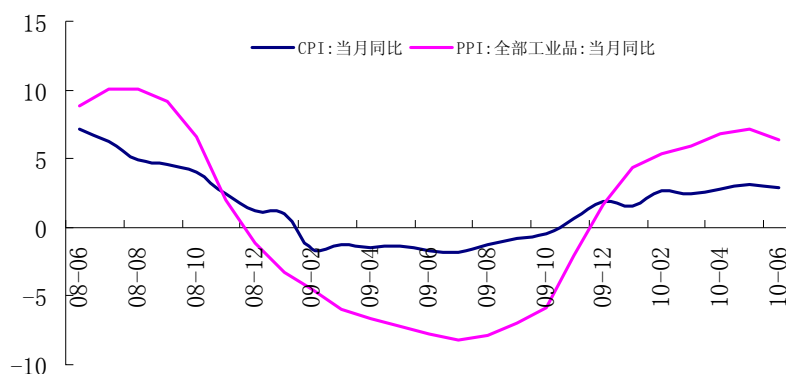
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 9 货币紧缩接近目标 信贷增速将企稳 (%)



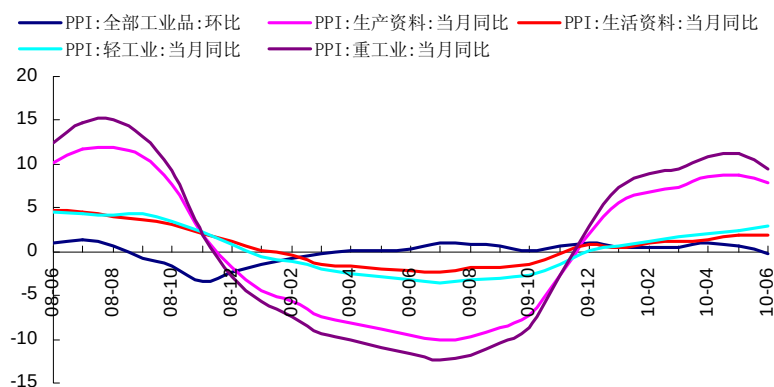
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 10 PPI 见顶拐点已现 CPI 高点可能在 7 月



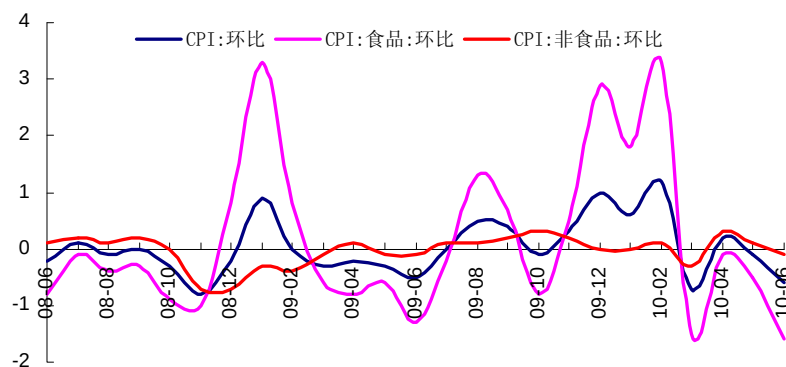
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 11 分项 PPI 显示 (%)



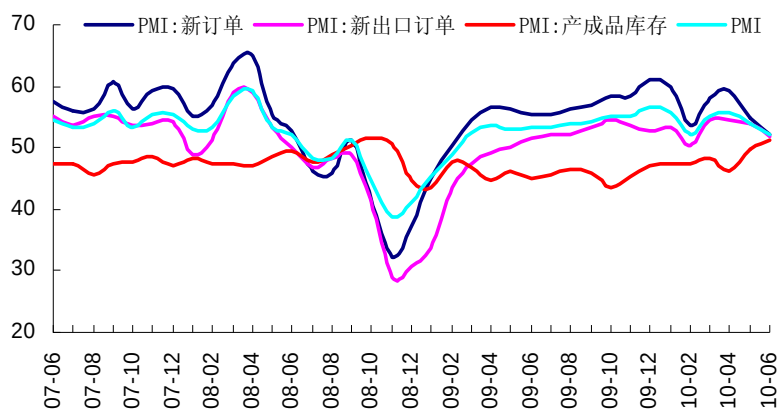
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 12 食品和非食品 CPI 环比下降厉害 (%)



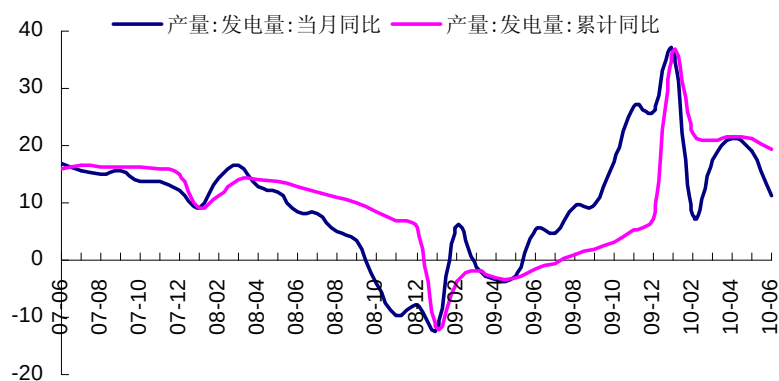
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 13 PMI 连降 2 月，订单回落、产成品库存上升，二次去库存压力大



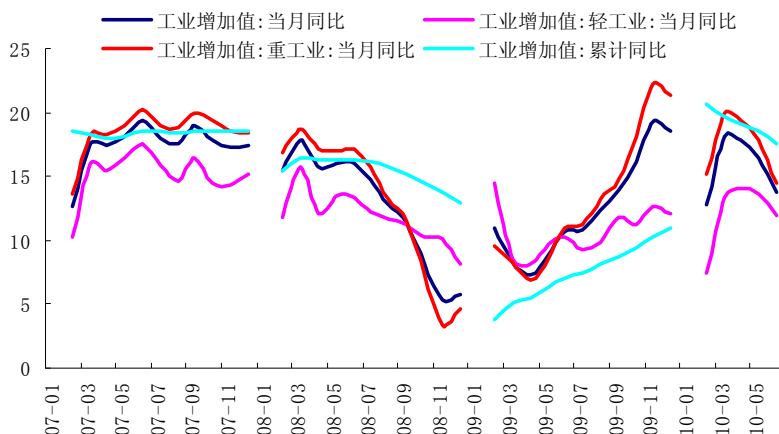
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 14 发电量同比增速加速回落 (%)



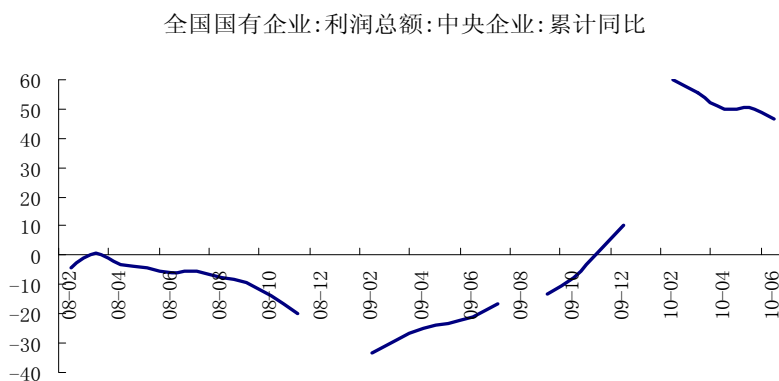
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 15 工业增加值增速加速回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 16 以盈利能力强的央企为例，利润也是高位快速回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表格 1 市场对 7 月份重要宏观指标的预测均值

指标(%)	CPI	PPI	社会消费 品零售	工业增 加值	出 口	进 口	贸易顺差 (亿美元)	固定资产 投资: 累计	M2	人民币 贷款	人民币贷款: 新增(亿元)
201006	2.9	6.4	18.3	13.7	43.9	34.1	200.2	25.5	18.5	18.2	6034
201007E	3.4	5.9	18.5	13.1	32	30	123.5	26	19.1	18.3	4750

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

政策定调：保增长前提下着力调结构

7 月初中央高层频繁外出调研，国务院也多次召开经济形势座谈会并逐步达成“经济形势复杂、政策慎言退出”的共识。在国民经济中报数据出台后，7 月下旬中共中央政治局召开会议为下半年经济工作定调。

从会后的新闻发布稿来看，政策提法比较循旧，但字里行间透出

些新意。结合防过热及防通胀取得阶段性成果，政策将在“保增长、防通胀、调结构”三角中开始转向“短期保增长、长期调结构”两者兼顾，宏观调控政策以稳为基调，但增强灵活性。如胡总书记在讲话中谈到“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，提高政策调控的针对性和灵活性”、“要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”时，强调了“必须正确把握国内外经济形势新变化新特点，要加强经济监测预测预警”，强调政策的灵活性。而温总理直言“搞好宏观调控，以稳定政策为主基调”（此后财政部部署工作也明确以稳为主下半年着力5项工作）、核心是处理好“保增长、调结构和防通胀”的关系，并且强调“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。”，直白一点，经历防过热防通胀的单目标紧缩政策之后，下半年政策调子将温和转向，即在监控物价的前提下（气候因素物价仍有阶段性反复），短期保增长防投资下滑过头、长期调结构促转型，眼前保增长、远期调结构。

■ 保增长举措：西部大开发和民间投资新36条分工版

与政策逻辑一脉相承的是，两项重大政策举措在7月推出：西部大开发年内新开工6822亿元投资以及多部委分工共同推进民间投资新36条。

我们的宏观专题报告认为，“相对于2008年的4万亿投资规划，当前的6822亿新增西部开发投资计划，是应对海外危机演化仍然不确定的缩小版经济刺激政策。”新开工的23项重点工程，铁路、公路、机场建设等交通建设项目10个，水利建设项目有4个、二项煤炭开发项目以及核电、电网联网工程、农网改造升级工程，光伏电站建设、风电基地建设等新兴战略能源产业项目。这将直接拉动固定资产投资增速，图17，西部是保投资保增长的重要战场，是应对二次探底担忧的重要举措，同时又符合调结构、促进经济区域协调发展的原则，有利于稳定投资增速高位运行。

委员会的两位学者，言下之意是今年的房地产调控目标基本达到，尤其是连任志强这样的大佬开始站在政策方支持号召降价。事实上从保增长角度看，房地产调控政策转向是必然的。

调结构除了压地产外，重要还是大力发展战略性新兴产业。8月份即将出台的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》指出，新能源、新材料、生命科学、信息网络、生物医药、空间海洋开发和地质勘探七大战略性新兴产业增加值，到2015年，占我国GDP的比重将达到8%，到2020年将升至15%，而目前这一比重连2%都不到。这意味着新兴产业5年产值增速将暴发式增长，如物联网、三网融合、新能源汽车等产业化正不断推进。之后还要关注新兴产业十二五规划的出台。

■ 政策休整而非放松：仅仅是估值修复行情

在上半年经济回落态势明显的大背景下，政策表现的是灵活性的方面，政策仅是休整而非放松。从对“经济形势非常复杂”的调研，到集中开座谈会研讨、慎言退出达成共识，中央为下半年政策定调，都是政策层在为经济朝着宏观调控预期方向和目标回落后的休整作准备。维持我们三季度策略中对宏观经济政策的判断，货币政策紧缩的边际效应缩减（而非市场理解的放松），亮点是结构性积极的财政及产业政策。政策休整和缓和将规避调控过头，化解我们对政策失误造成经济减速过快的风险的担忧。政策重回保增长格局，市场从单边退出和经济转型中迎来难得的喘息期，这是估值修复行情的宏观基础。8月份宏观政策真空，中性偏好，估值修复的反弹行情将走向深入。

三、将估值修复进行到底

■ 部分积极因素累积效应的释放

除了市场整体的估值有修复基础外，各种积极因素的逐步累积在政策休整期将释放出正面刺激。

一是我们5月底判断美元中期见顶，并已经确认，尤其是6月份人民币重启汇改更是宣布了人民币对美元的升值，甚至美国可能重启量化宽松货币政策，美元弱势短期难改变。

二是B股尤其是深成指强势，连续上涨创出去年调整以来的新高，万科B远强于万科A，这反应了部分热钱不方便投资A股，转向便利的B股投资，由于币种不同，投资深圳B股远方便于投资上海B股。

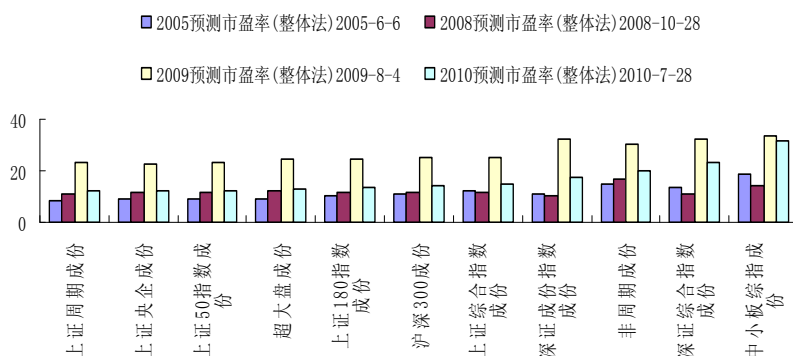
三是中资金融H股对A股的高溢价，这也反应国外资金对人民币

资产的估值要高于国内，既是全球资产配置策略的需要也是汇率升值预期或这两者因素共同作用。

四是中报披露期来临，中报业绩整体向好，图 21-图 22。

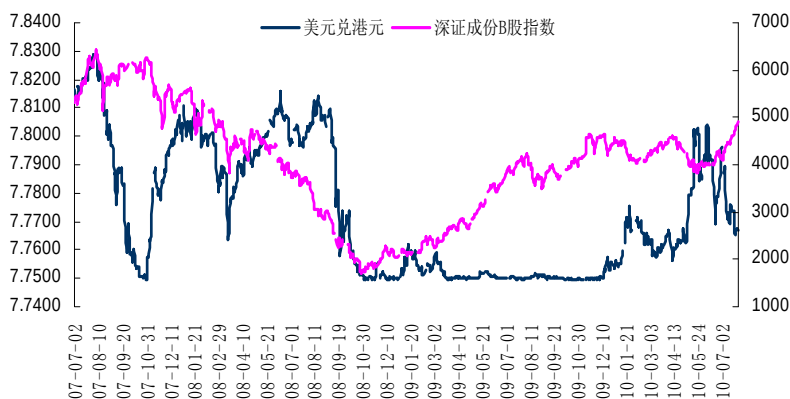
五是越来越多的出现产业资本二级市场的增持行为，图 23。

图表 18 经济转型、政策退出及二次探底担忧是市场主要指数调整深幅近半的主要原因，是估值修复的基础



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 19 深成指 B 股指数强势和近期港币的强势



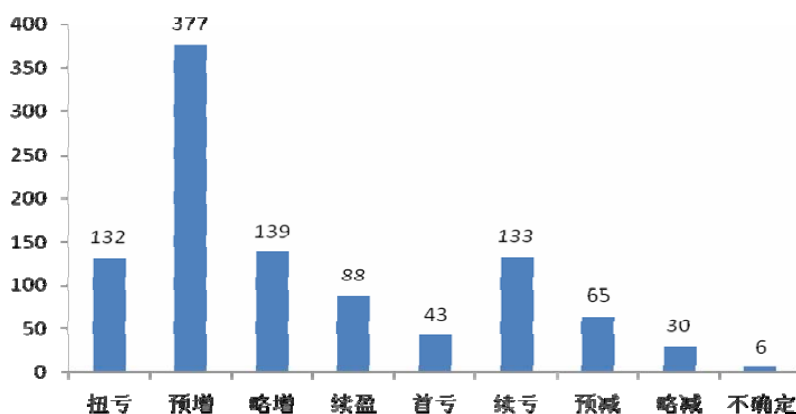
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 20 AH 溢价指数在 100 上下徘徊



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

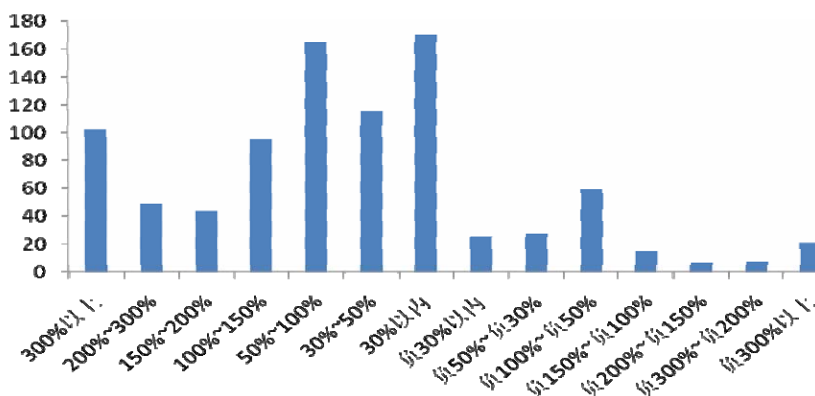
图表 21 两市共 1013 家上市公司发布业绩预告 中期业绩向好明显



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所 统计截止 7 月 28 日

来自 Wind 的统计, 沪深两市共有 1013 家上市公司, 发布了 2010 年中报预告, 其中预计扭亏、预增、略增和续盈的公司达 736 家, 占比 72.66%, 首亏、续亏、预减和略减的公司为 271 家, 业绩预警的比例为 26.75%。值得注意的是预增的公司, 即净利润同比增长 50% 以上的公司达到了 377 家, 占比 37.22%, 同时, 预减的公司, 即净利润同比下降 50% 以上的公司为 65 家, 占比 6.42%, 这在某种程度上显示了 2010 年上半年上市公司整体的业绩向好。主要集中在 Wind 材料 II、资本货物行业和技术硬件与设备行业、汽车与零部件行业、制药、生物科技行业的上市公司。

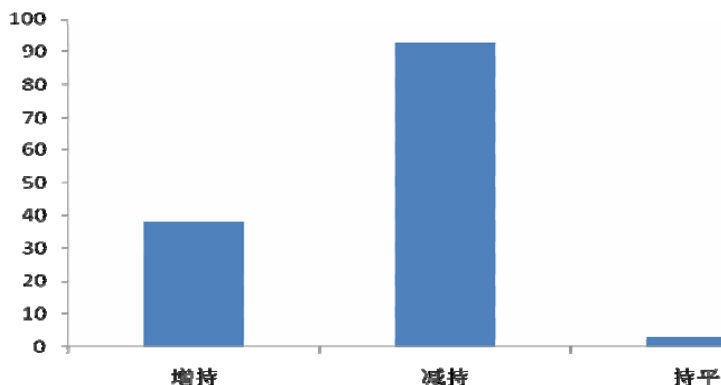
图表 22 A 股上市公司中报预告净利润最大变动幅度区间



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所 统计截止 7 月 28 日

从今年 4 月 23 日至 7 月 23 日, A 股上市公司共有 38 家重要股东增持本公司股票, 增持股份的参考市值总计为 40.34 亿元; 93 家减持, 参考总市值为 -67.65 亿元; 另外还有 3 家增减持平。减持公司数目约为增持数目的 2.45 倍, 减持参考市值比增持多 27.31 亿元。发生在行情下跌末端的增持, 必然有助于市场信心的提升。

图表 23 4.23 日-7.23 日发生重要股东增减持行为的上市公司数目



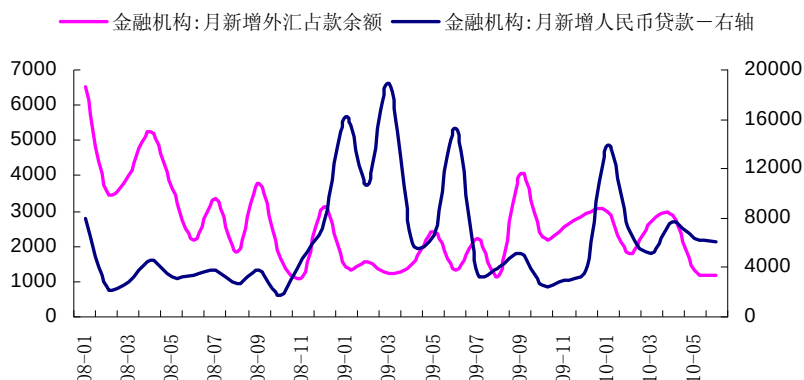
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 资金面难支持系统性机会

由于信贷额度受严格的总量及节奏控制, 我国货币投放主要依靠外汇占款。从货币发行源头上的外汇占款月度新增额度看, 图 24, 从去年月以来, 外汇占款月新量整体是减少的。一方面有部分热钱外逃, 另一方面可能和我们国家近年“走出去”战略有关, 大量的通过收购股权等方式参与对外直接投资, 对冲了外汇占款的新增量。而这一趋势, 仍将延续。基础货币投放决定了源头上难以出现曾经的货币泛滥现象。

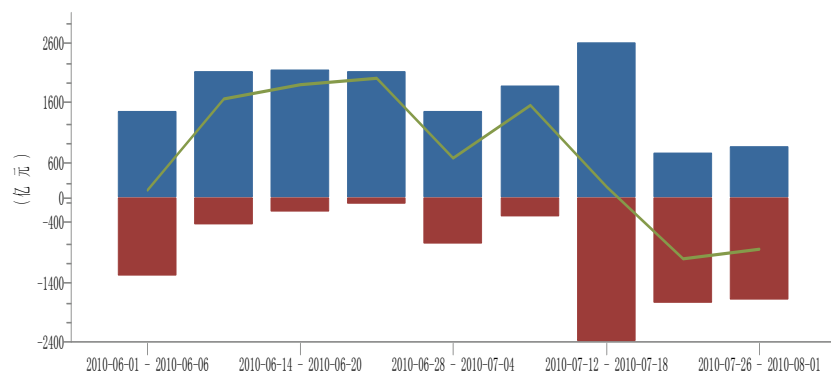
以农行发行为例，在农行发行前后央行在公开市场动态调整货币投放量，既满足大盘股发行对资金的需要，又及时收回过多释放的流动性。前松后紧，一点也不让多余货币滞留市场，图 25。

图表 24 外汇占款发行的基础货币是下降的



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 25 农行发行前后货币投放情况

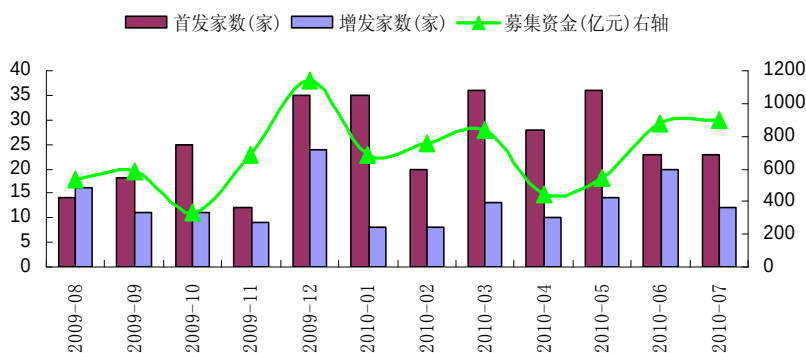


数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

市场融资及再融资问题也是重要的制约因素。决策层通过批量增发新股等方式吸收流动性、做实资产泡沫（部分中字头的次新股破发现象是典型特征）意图明显。目前市场每月 IPO 发行 20 家以上、增发 10 家以上（配股 1-2 家），月融资额 800 亿元以上，见图 26，面对如此的发行速度，市场整体性、系统性机会以出现。

图表 26 融资及再融资公司家数及募集规模月度统计



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四大行再融资总规模落定,总规模达 2870 亿元,见表 2。其中交行配股、中行可转债已实施。尽管汇金的参与部分化解市场压力,但汇金如果是从市场上套现其它资产来参与配股,效果也是要打折扣的。

表格 2 四大行再融资规模

四大行再融资	融资方式	融资额 (全部完成总计 2870 亿元)
建设银行	A+H 配股	750 亿元
中国银行	A 股可转债	400 亿元
	A+H 配股	600 亿元
工商银行	A 股可转债	250 亿元
	A+H 配股	450 亿元
交通银行	A+H 配股	420 亿元

数据来源: 上海证券研究所整理

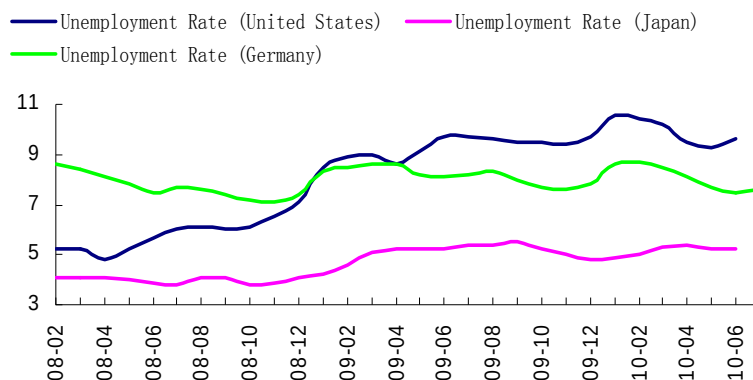
总体而言,市场运行的逻辑主线未变,估值修复更多修复的是大家的认识和预期。武断一点判断,从某种意义上说,经济转型和调结构阶段,股市“上涨将成为上涨的难题”,股市的系统性上涨对调结构、促转型极为不利,而结构性机会才符合各方意图。

■ 墙内花墙外香的场景能否唤起曾经的逻辑

由于美国失业率未有改善,且经济复苏异常不确定,美元在应对经济难题时,可能重启定量宽松政策,则美元的中期见顶以来的弱势格局还将维持。美元的弱势使得热钱向新兴市场流入,港币对美元的上涨则应该说明了资金阶段性的流入,结合深圳 B 股的上涨中资金的推动,两者是可以相互印证的。香港这一平台资金对深 B 股、香港中资金融股的热爱,典型的墙内开花墙外香,这和当年人民币升值引发

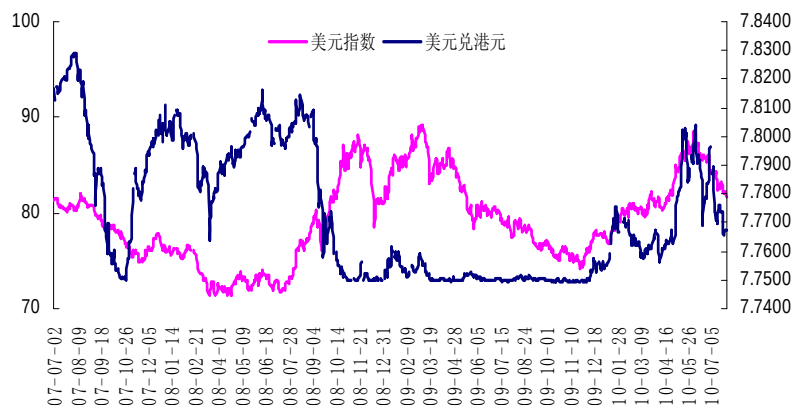
的大牛市有相似之处。但最大的不同在于目前我们是以工资上涨的举措部分化解了汇率的持续大幅上涨压力，升值预期空间缩小。尽管如此，升值逻辑对市场阶段性反弹的刺激还是有的。

图表 27 美欧日失业率重新上升



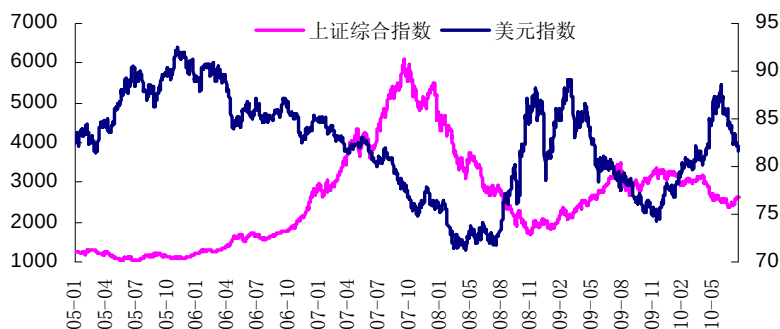
数据来源: CEIC 上海证券研究所

图表 28 美元见顶后资金流入港币明显



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 29 美元弱势有助于 A 股走强



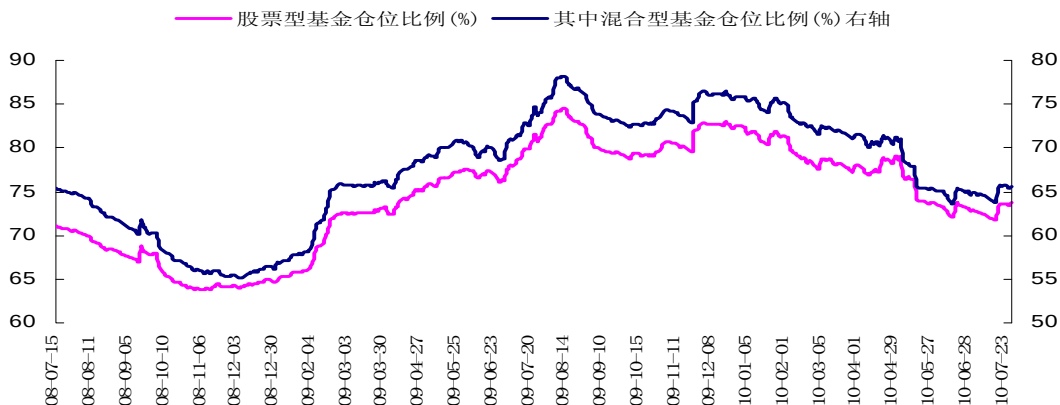
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、谨慎的市场情绪 反弹可走得更远

■ 基金仍然谨慎

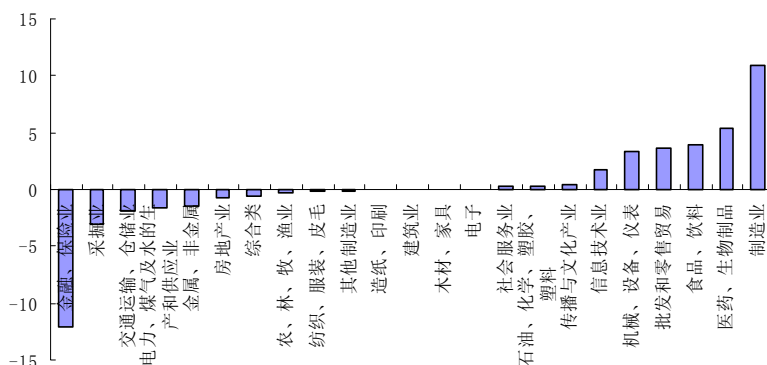
社保和保险资金先期引导了这次反弹,而作为主流机构的基金则表现谨慎,一是前期普遍仓位降到 08 年 7 月附近(暴跌到 1664 低点前)。最低时,全部基金(股票型和混合型)平均仓位在 71.8%左右,其中混合型为 63.8%,而对反弹也加仓相对不积极,象征性加 2-3 点,见图 30。QFII 持续加仓、小 QFII 在推进中,提高保险资金配置权益投资 5 个百分点将刺激市场情绪,但总体市场在谨慎中。

图表 30 基金仓位轮回至两年前 反弹中象征性加仓



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 31 基金中报低配金融、采掘、交运和房地产等有回补仓位可能(%)

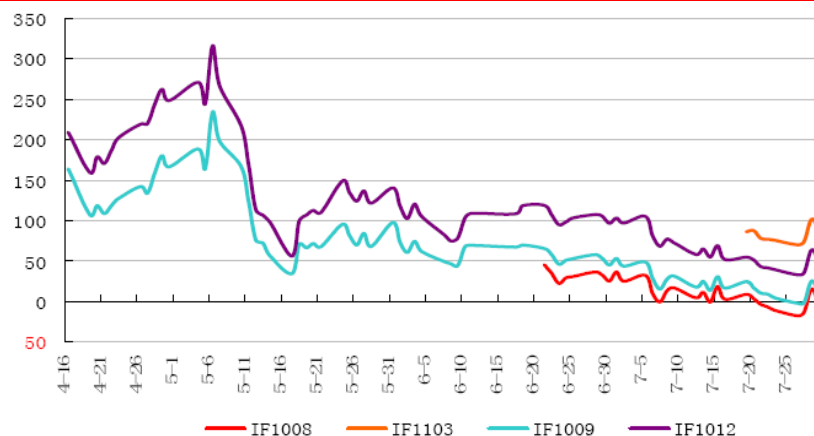


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 市场自身认可不高

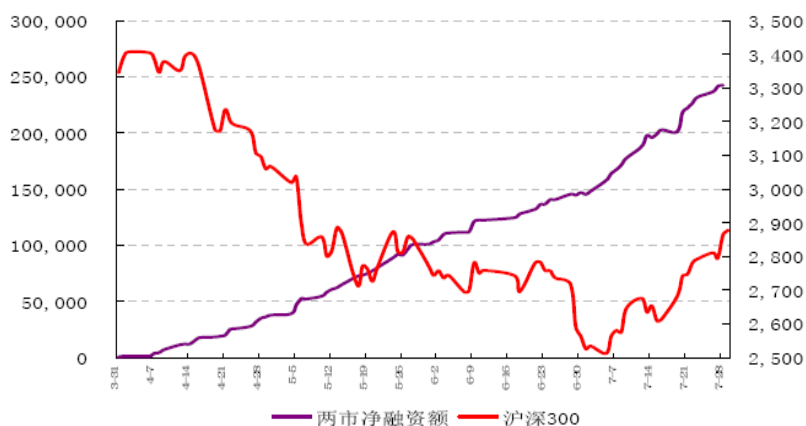
从期指基差及融资融券来看，期指各合约基差都不大，反应后市认可度不高，近月合约时常贴水说明短线对大盘比较迷惘，图 32。两市的融资净额持续上升，目前超过 24 亿元（总量上看不大），显示对中期的反弹行情较为乐观（图 33）。

图表 32 近月合约贴水、各合约基差不大反应后市迷惘



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 33 净融资额持续上升 总量不大（万元）

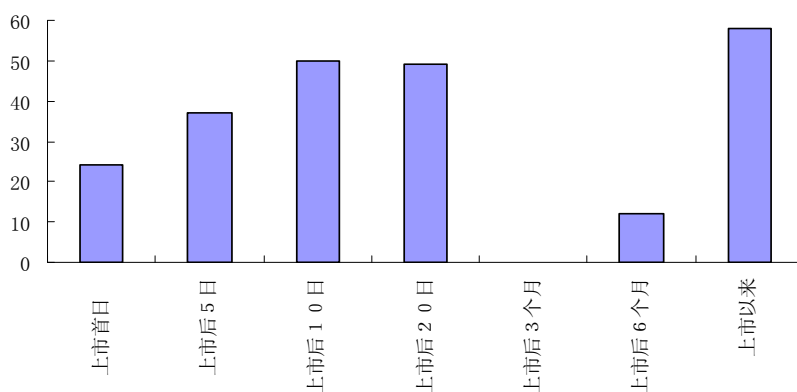


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

从新股及大盘历史换手率来看,市场情绪也比较低迷。我们统计了今年以来上市共 202 家新股公司,破发成为家常便饭。上市以来至今还破发的有 58 家,占比近 30%,而首日破发的有 24 家,接近 12%。而上市后 10 日、20 日等破发的都接近 50 家(以上统计,部分公司可能会被重复计算)。破发率非常高,而上市首日表现也算温和,涨幅在 30% 以内的占比超 50%,其中还有超过 10% 是收盘破发的,见图 34、图 35。

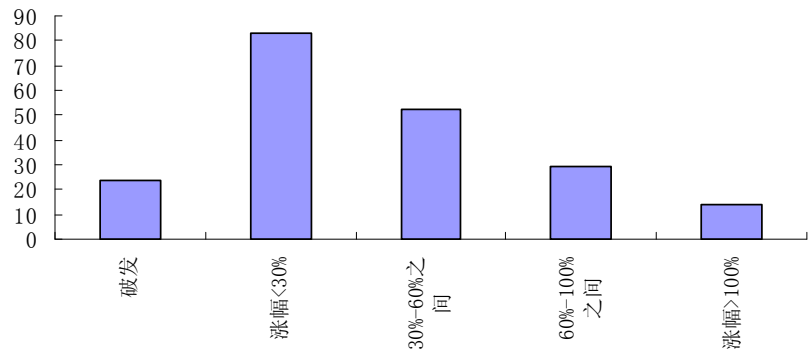
两市的换手率仍处在历史上较低水平,见图 36,反弹前交投都不活跃。

图表 34 今年以来上市 202 家新股中,收盘价破发家数



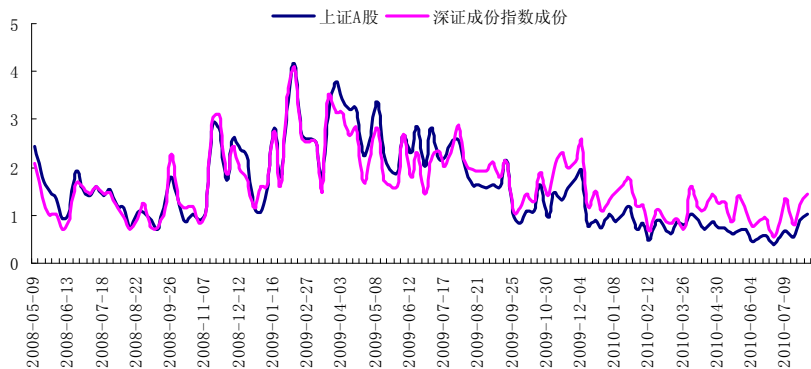
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 35 今年以来上市 202 家新股的首日表现



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 36 周换手率显示市场处底部区域 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

五、市场研判及配置主线

■ 后估值修复的震荡盘升 发散性主题机会增多

结合我们从宏观经济、政策及市场情绪等各方面分析,综合判断,上证指数 8 月份 2500 点-2800 点是指数运行的大概率区间,而估值修复后的指数震荡盘升是主要运行形态。一方面是低估值周期性行业领涨及轮动,另一方面市场短期赚钱效应显现后,区域主题、新兴产业、重组整合、大股东增持等各种发散性主题性机会显现,市场的可操作性强。

密切关注政策的动向,一旦市场过于热情,对政策的预期大家就会发生变化,大盘反弹也将增加反复。越是反弹得顺风顺水、越要关注政策随时释放的反向信号,越是行情反复震荡、徘徊,行业性机会较少时题材性机会就增多,这也是不少人拿它当“吃饭行情”来做的

重要原因。

对政策逻辑的判断和不断修正是我们后期跟踪并调整市场观点的重要依据。

■ 配置策略

大的方面仍沿用季度策略的观点，但更应关注后估值修复的发散性主题性机会：

一是具安全边际的传统行业仍有估值修复基础，如金融、钢铁、房地产、采掘、水泥、化工、机械等（7月份新增资金流向也是这些行业）；

表格 3 7 月份行业资金流向排名

名称	板块涨幅(%)	流入/流出	名称	板块涨幅(%)	流入/流出
园区开发	17.62	1.129	证券	9.85	1.039
银行	10.55	1.122	化工	13.79	1.037
石化	12.46	1.112	酒店旅游	12.89	1.036
煤炭	17.38	1.1	纺织服装	13.83	1.035
房地产开发	20.29	1.087	家电	14.75	1.033
建筑业	13.93	1.084	有色	9.94	1.032
汽车及配件	16.88	1.065	元器件	13.87	1.031
建材	18.27	1.064	交通仓储	12.71	1.027
民航业	17.88	1.063	电气设备	11.34	1.026
钢铁	13.5	1.063	医药流通	3.39	1.019
食品	13.67	1.062	计算机硬件	8.06	1.013
贸易	12.42	1.057	中药	11.39	1.012
电力	6.88	1.056	化学原料药	12.44	1.008
化纤	12.7	1.053	石油	6.37	1.006
机械	15.73	1.053	保险	0.43	1.003
商业	10.62	1.053	传媒	9.21	1.001
公路	11.3	1.051	通信	10.93	0.993
综合	11.45	1.05	供水供气	9.94	0.992
农业	12.79	1.048	化学药	7.33	0.99
造纸包装	13.46	1.047	软件及服务	7.73	0.987
航运业	10.92	1.046	铁路运输	7.25	0.978
生物制品	7.99	1.04	医疗器械	7.59	0.962
日用品	13.45	1.04			

数据来源：天相08系统 上海证券研究所

二是战略新兴行业中自下而上精选，新能源、电动汽车、新材料、生物技术、信息网络等行业中具备了技术实力和业绩释放能力的成长性公司，中期布局；

三是大类的消费服务行业，调整后的中长期行业性机会，包括商

业零售、食品饮料、餐饮旅游、景点酒店、航空高铁、传媒、品牌服装、医药等；

四是后估值修复的发散性主题性机会方面，8月重点关注重组整合及中报可能高送转的次新小盘股。重组整合一是中投二号成立，央企整合；二是上海国资整合；三是航天军工板块的公司近期竞相停牌重组，也是重组故事最多的行业。中报超预期个股，以及部分超募资金较多的新上市中小板或创业板股，中报高送转可能。

■ 重点个股

三季度我们推荐组合个股：招商银行、国电南自、中国北车、张裕A、友阿股份、东百集团、中国中期、西部材料、彩虹股份、太极股份。本月考虑用东北证券替代西部材料，用凯撒股份置换中国北车。月度组合为：招商银行、张裕A、友阿股份、东百集团、国电南自、中国中期、彩虹股份、太极股份、东北证券、凯撒股份。

表格 4 组合个股

股票代码	股票名称	月涨跌幅 (%)	预测每股收 益(综合值)	预测 PE (最新)	市 净 率 (最新)
600036.SH	招商银行	13.44	1.12	12.97	2.65
000869.SZ	张裕 A	12.20	2.71	32.64	13.65
000996.SZ	中国中期	6.29	0.16	175.96	16.20
002277.SZ	友阿股份	13.36	0.61	37.34	5.17
002368.SZ	太极股份	18.46	0.89	47.46	4.55
600268.SH	国电南自	20.00	0.42	45.80	6.02
600693.SH	东百集团	16.17	0.40	29.12	6.35
600707.SH	彩虹股份	14.44	0.05	313.16	2.89
000686.SZ	东北证券	3.97	1.32	18.23	5.16
002425.SZ	凯撒股份	9.44	0.77	32.83	3.28
002149.SZ	西部材料	11.77	0.36	53.13	3.93
601299.SH	中国北车	10.74	0.25	21.69	2.08

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大盘	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大盘同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大盘	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。