

策略研究报告

第一创业研究所
于海涛 S1080200010003
联系人: 周海峰
电话: 0755-82485052
邮件: zhouhaifeng@fcsc.cn

经济增速确定趋缓 市场还不具反转基础

——市场8月投资策略

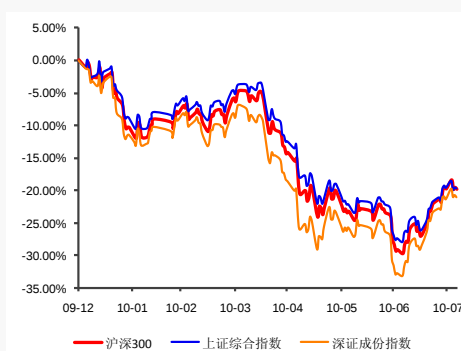
沪深300交易数据

年初涨跌幅: -19.75%
日最大涨幅: 3.78% (5/24)
日最大跌幅: -5.36% (4/19)

A股基本数据

A股流通市值(亿元): 142128.31
总市值(亿元): 265187.43
市场平均 PE(09): 25.58
市场平均 PE(10): 19.21

市场指数今年表现



要点:

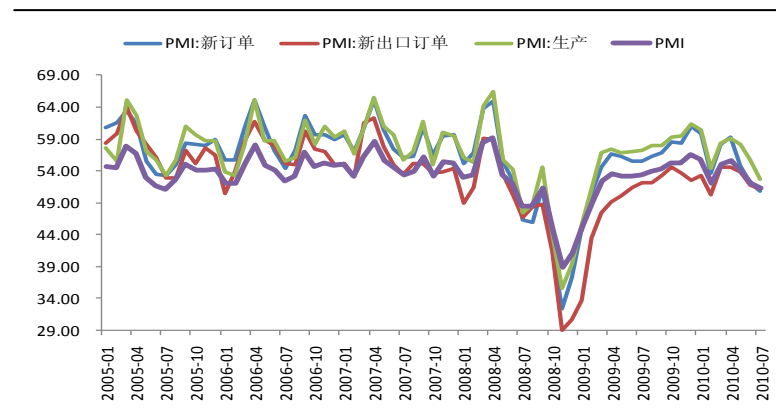
- 先行指标下滑, 经济放缓基本确立** 8月1日, 中国物流与采购联合会发布数据显示, 7月中国制造业采购经理指数(PMI)为51.2%, 比上月回落0.9个百分点。而此前, 汇丰银行给出的数字更低, 在剔除季节因素后, 其发布的7月中国制造业PMI为49.4%, 比6月回落1.0%。PMI延续了4月份开始的下滑趋势, 从历史数据看来, 4月到7月之间PMI均会出现季节性的下滑走势, 今年7月的PMI数值创下了06年以来新低(08年受金融危机影响, 不予比较), 而PMI新订单、PMI新出口订单、PMI生产皆创下2005年以来的历史新低(剔除08年数据)。出口PMI与生产PMI的大幅下滑表明今后外需与内需动力皆减弱。先行指标的下行使我们之前的对下半年经济增长减速的判断更加确定。
- 经济减速步伐较缓, 政策松动暂难出现** 金融危机后的经济刺激政策逐步退出, 防过热、转结构的调控手段相继推出, 其中以信贷控制与房地产调控影响最为深远, 伴随调控而来的是经济增速放缓。在大力实行地产与信贷紧缩调控的同时, 国家同时推出了加强保障性住房建设、加大铁路建设规模、加深区域经济发展等缓冲措施, 这使得经济增速虽在减慢, 但步伐很缓和。目前经济数据尚还可以接受, 增速虽有放缓, 但幅度不大, 政府为巩固调控成果, 短时间内应无放松政策意愿。
- 市场估值差异明显, 结构性调整压力仍大** 年初以来, 中小盘股以及医药、消费类股相对大盘及权重股溢价明显, 尤其是医药股上半年表现极为抢眼, 虽然经过5月初的调整, 但其估值与大盘之间差异仍很大。此外, 消费类、中小盘股的估值相对地产金融等权重股估值仍处于高位, 在宏观经济增长下滑的过程中, 这种明显的结构性风格差异将面临很大调整压力。
- 产业资本反应冷淡, 供给压力不减** 截止至8月4日, 8月份IPO审核通过(尚未发行)的公司预计募集资金约为18亿, 在A股市场表现较为疲软的情况下, IPO发行却没有明显减缓, 市场未来的供给压力仍然很大。8—12月间合计的解禁市值高达3.3万亿以上, 这一数据是2010年1—7月合计解禁市值的1.8倍。在目前市场整体估值不高的形势下, 上市公司大股东、高管等通过二级市场增持的意愿仍很弱, 产业资本的增持意愿淡薄也将会使市场信心减弱。
- 市场策略: 反弹有限、建议轻仓参与** 在紧缩政策不松、经济增速向下的预期下, 权益市场短期内难以反转, 我们预测8月A股将会呈现冲高回落走势, 而上证指数在2700—2900区间段将面临极高的高点压力。投资策略上我们建议少量参与银行、机械等低估值以及新经济板块, 总体上应注重防范风险, 规避市场二次探底风险。



一、 先行指标下滑，经济放缓基本确立

8月1日，中国物流与采购联合会发布数据显示，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。而此前，汇丰银行给出的数字更低，在剔除季节因素后，其发布的7月中国制造业PMI为49.4%，比6月回落1.0%。PMI延续了4月份开始的下滑趋势，从历史数据看来，4月到7月之间PMI均会出现季节性的下滑走势，今年7月的PMI数值创下了06年以来新低（08年受金融危机影响，不予比较），而PMI新订单、PMI新出口订单、PMI生产皆创下2005年以来的历史新低（剔除08年数据）。出口PMI与生产PMI的大幅下滑表明今后外需与内需动力皆减弱。先行指标的下行使我们之前的对下半年经济增长减速的判断更加确定。

图一、PMI 连续下滑（%）



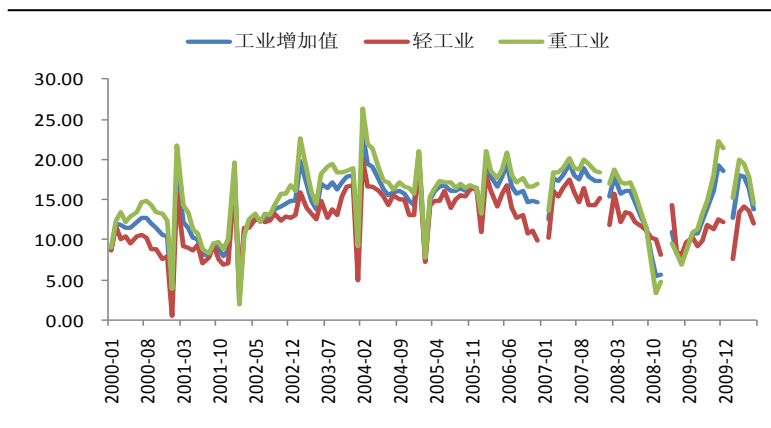
数据来源：第一创业证券 WIND

二、 经济减速步伐较缓，政策松动暂难出现

年初以来，金融危机后的经济刺激政策逐步退出，防过热、转结构的调控手段相继推出，其中以信贷控制与房地产调控影响最为深远，伴随调控而来的是经济增速放缓。在大力实行地产与信贷紧缩调控的同时，国家同时推出了加强保障性住房建设、加大铁路建设规模、加深区域经济发展等缓冲措施，这使得经济增速虽在减慢，但步伐很缓和。目前经济数据尚还可以接受，增速虽有放缓，但幅度不大，政府为巩固调控成果，短时间内应无放松政策意愿。

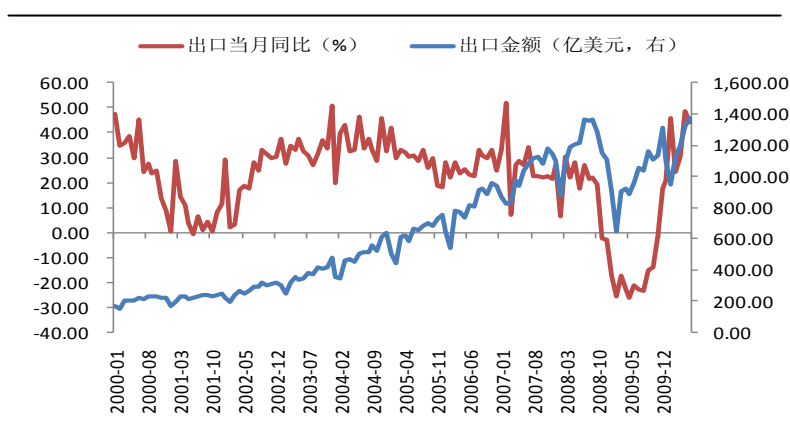
工业增加值自4月份以来出现了下滑的趋势，6月工业增加值同比增长13.70%，仅略低于2000年以来14.24%的平均水平，我们预计7月的数据仍会在此基础上小幅下滑。6月我国出口数据录得1373.96亿美元的历史高位，同比增长43.93%，即使是相比08年，该月也增长13%以上，在2009年全年出口数据基数很低的情况下，预计7月及以后月份的出口数据不会太糟糕。反映内需的消费数据表现较为稳定，在国家对内需不断鼓励刺激下，全年保持18%以上的增长应是大概率事件。

图二、工业增加值月度同比（%）



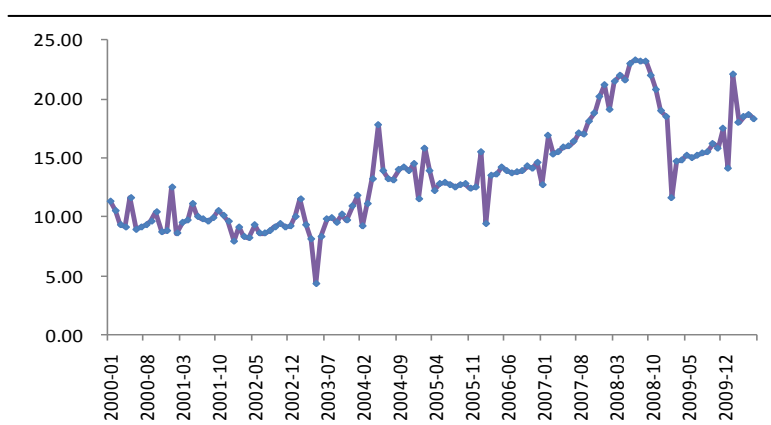
数据来源：第一创业证券 WIND

图三、出口数据处在历史高位



数据来源：第一创业证券 WIND

图四、消费增长保持稳定（消费品零售总额月同比，%）



数据来源：第一创业证券 WIND

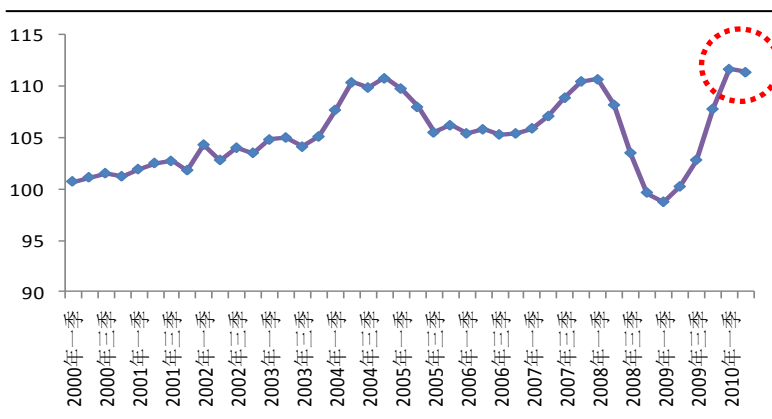
4 月以来的针对房地产投机的严厉调控政策使得房地产成交价格及成交量增长均有所下降，2010 年二季度全国房地产价格指数为 111.4，比一季度的 111.7 历史高位略有下降，而成交量增长自 4 月也开始大幅下滑，6 月全国商品房销售面积仅同比增长 15.37%，比 09



年 12 月同比 50.93% 的增长率大幅下滑。房地产价格微幅下跌，成交量急速下滑，说明政策调控的效果开始显现，但目前并不具备放松政策的基础。

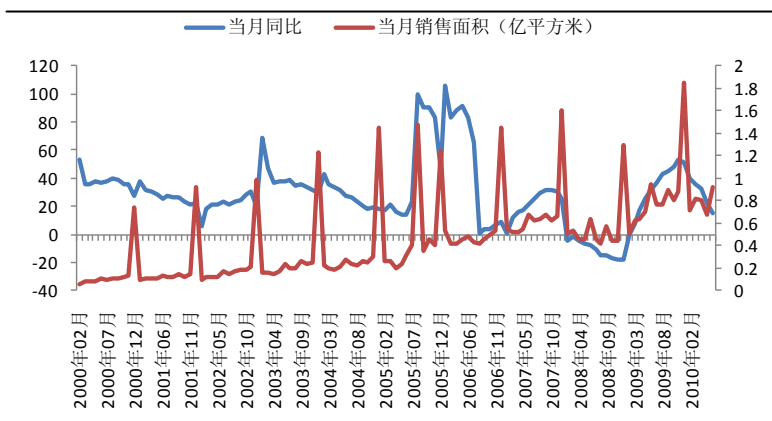
8 月初国家住建部政策研究中心副主任王珏林的发言也表明了国家对地产调控的坚决之心。王珏林表示：“调控政策不会是只调控房价，阶段性成果也不是最终的，应该说效果刚刚开始。现在市场供应量还远远不足，而且价格降得不理想。这次政策主要是抑制房价过快上涨，但最终还是要全方位调控，不是单纯调房价，要从制度上完善，从供应上解决问题。目前房价已经有所表现，但大家还不认可，所以市场销售量下降比较快，正在观望……”

图五、全国房地产销售价格指数 (%) 仍在高位



数据来源：第一创业证券 WIND

图六、消费增长保持稳定 (消费品零售总额月同比, %)



数据来源：第一创业证券 WIND

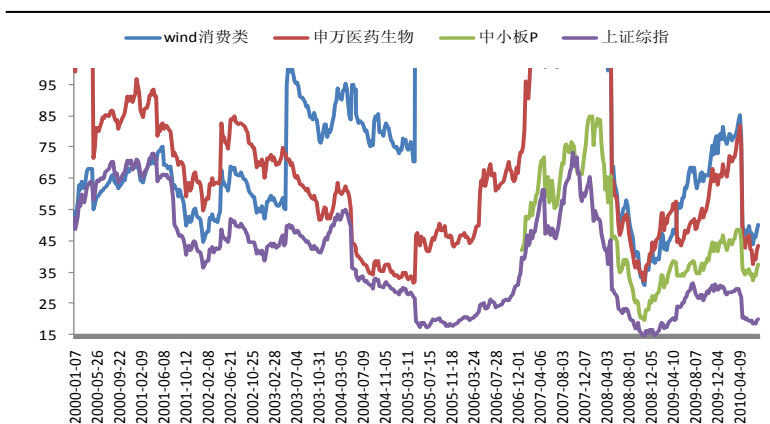
三、 市场估值差异明显，结构性调整压力仍大

年初以来，中小盘股以及医药、消费类股相对大盘及权重股溢价明显，尤其是医药股上半年表现极为抢眼，虽然经过 5 月初的调整，但其估值与大盘之间差异仍很大。此外，消费类、中小盘股的估值相对地产金融等权重股估值仍处于高位，在宏观经济增长下滑的



过程中，这种明显的结构性风格差异将面临很大调整压力。

图七、各类指数市盈率



数据来源：第一创业证券 WIND

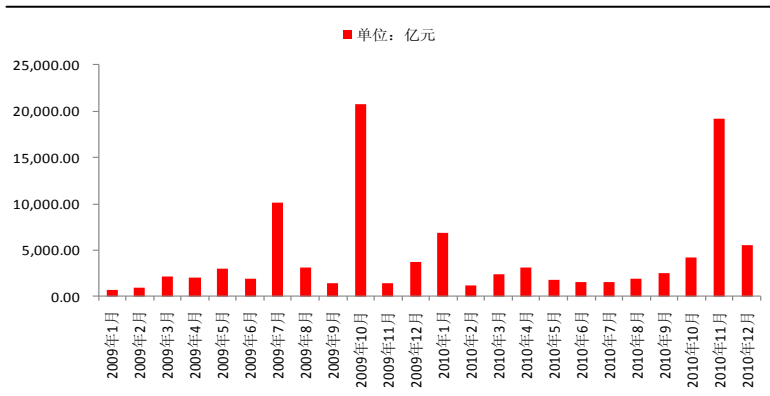
四、 产业资本反应冷淡，供给压力不减

截止至8月4日，8月份IPO审核通过（尚未发行）的公司预计募集资金约为18亿，而在之前6月、7月已经审核通过但未发行的IPO募集资金约分别为212亿、81亿，在A股市场表现较为疲软的情况下，IPO发行却没有明显减缓，市场未来的供给压力仍然很大。

在IPO未减速的情况下，8月之后的限售股解禁压力也会骤然增加，特别是11月，该月将有超过1.9万亿市值的限售股进入可流通二级市场，8—12月间合计的解禁市值高达3.3万亿以上，这一数据是2010年1—7月合计解禁市值的1.8倍。此外，建行、中行、工行、交通银行各自抛出再融资方案，四大银行计划再融资规模将达2870亿，虽然可转债发行、汇金公司参与会消化大部分压力，但剩余数百亿的融资额仍会给二级市场带来不小的冲击。

在目前市场整体估值不高的形势下，上市公司大股东、高管等通过二级市场增持的意愿仍很弱，除了在5月10日—5月23日两周内出现过净增持之外，其余期间皆为净减持，在7月19日—7月25日更是净减持约12.7亿元，创下5月以来新高。产业资本的增持意愿淡薄也将会使市场信心减弱。

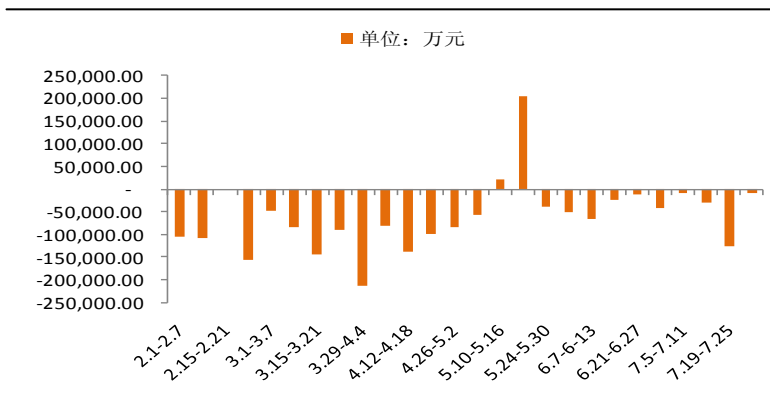
图八、限售股解禁流通市值





数据来源：第一创业证券 WIND

图九、上市公司股东净增持数据



数据来源：第一创业证券 WIND

五、 市场策略：反弹有限、建议轻仓参与

A股市场自7月初起摆脱了之前数月的萎靡走势，上证综指自2319.74起一路上升至2600以上，同时成交量显著放大，投资者热情回升，这一轮上涨之后，市场估值修复性反弹基本已体现。市场关注点或将再度回归经济基本面及上市公司业绩。

在紧缩政策不松、经济增速向下的预期下，权益市场短期内难以反转，我们预测8月A股将会呈现冲高回落走势，而上证指数在2700—2900区间段将面临极高的高点压力。投资策略上我们建议少量参与银行、机械等低估值以及新经济板块，总体上应注重防范风险，规避市场二次探底风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120