

上行动能已然枯竭，调整无法避免

报告要点

■ 一周市场回顾

采掘、交运设备、机械设备涨幅靠前，餐饮旅游、食品饮料、医药生物等前期涨幅较大的通胀受益股回落。板块轮动迹象比较明显。从资金净流入角度看，两市整体呈现出较大的资金净流出，仅有采掘、金融服务出现小幅净流入。前期强势的医药板块，以及去库存滞后的机械设备行业出现了较大的资金净流出。前三位的采掘、金融服务、家用电器等低估值品种资金净流出相对较小，这显示出了市场风险偏好降低，众多资金还是选择了防御。

■ 李克强 8 天两次强调坚决抑制房地产投机炒作

房产税以及开发商预售资金受监管的消息也使得房地产二次调控的声音笼罩市场。对于房地产、房价而言，当前这个时间窗口对于政策的乐观预期只能说是缘木求鱼。近年来，房价已成为政策调控的一个重要目标。虽然近期，房价上涨过快势头得到遏制，但房地产调控的目标却远没有达到。

■ 上行动能已然枯竭，调整无法避免

对于 7 月以来的市场行情，我们一直将其定义为一种短期反弹。趋势性反弹之所以难以显现，其原因还是在于当实体去库存行为刚刚展开的时候，实体经济、政策以及流动性的三方博弈并不支持高级别的底部产生。趋势性行情仍将等待。7 月市场上行的动能更多的是一种对于实体经济、对于政策面的预期，而到了 8 月末段，这种预期正在被冷峻的现实所修正。

■ 主题投资及行业配置

从政策调控上讲，价格调控是本阶段的主要调控方向，房价、CPI 以及与房价相关度较大的房地产市场是重点领域。对于通胀受益的农业、商业等板块而言，无限制的估值上行时期最大的风险在这个阶段我们建议回避。房地产可能面临的二次调控使得其配置价值在这个阶段弱化。除去政策，从实体运行的角度上看，我们仍然选择去库存相对领先的可选消费中的乘用车、家电，中游材料类的钢铁、化工以及库存周期运行相对健康的轻工纺织类行业。在主题板块上，我们依然看好军工以及亚运概念。

相关研究

《工业环比下降加速，衰退判断进一步加强——2010 年 8 月宏观经济模型更新与配置》，邓二勇，2010 年 8 月 11 日

分析师：

李冒余、邓二勇

(8621) 68751691

dengey@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	5
资金流向与板块涨跌	5
两市涨跌幅居前个股情况	7
一周重要政策及信息回顾	7
李克强 8 天两次强调坚决抑制房地产投机炒作	7
国务院召开振兴东北老工业基地第二次会议	8
中国粮食官员:国家玉米库存充足	8
一周策略观点及配置建议	9
上行动能已然枯竭，调整无法避免	9
美元指数走向、估值变动与报告索引	11

图目录

图 1: 上周各行业涨跌幅 (%)	5
图 2: 上周各行业资金净流入情况	5
图 3: 上周五行业资金净流入状况	6
图 4: 概念板块资金净流入前十五与后十五	6
图 5: 房地产支撑上半年固定资产投资	10
图 6: CPI 突破调控零界点	10
图 7: 增长尚未脱离增长均衡区间	11
图 8: 长江美元趋势走势图	11
图 9: 大小盘风格估值变动	13

表目录

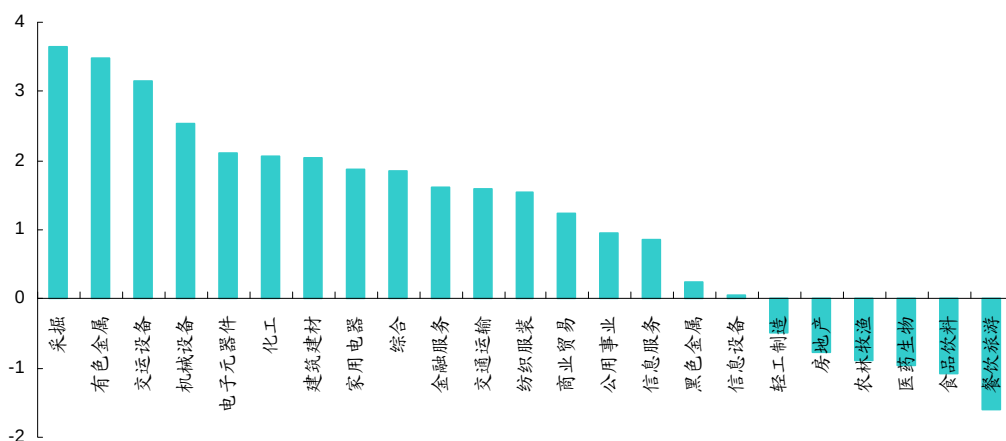
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评	7
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评	7
表 3: 行业估值比较	12
表 4: 长江证券宏观策略近期报告索引	13

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌

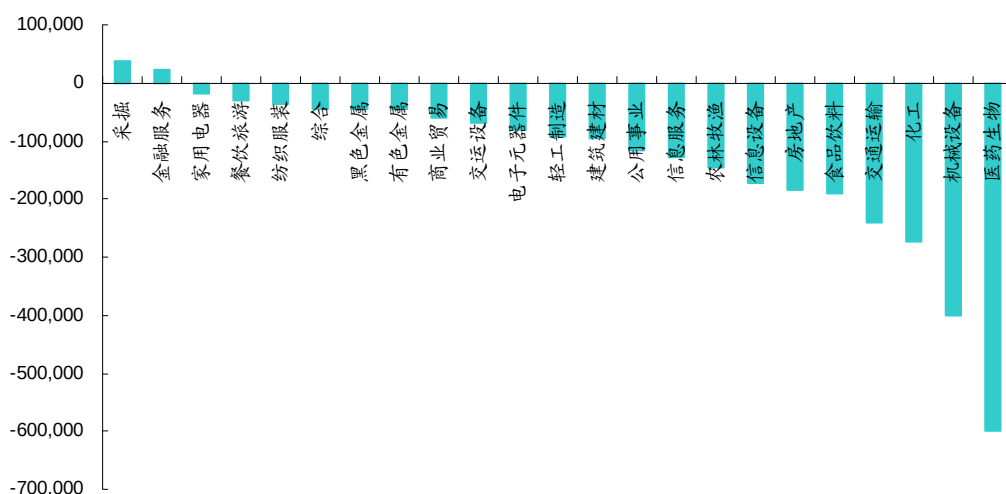
上周，上证综指收报 2642.31 点，上涨 1.37%；深证成指收报 11090.46 点，上涨 1.87%。沪深 300 指数收报 2898.33 点，上涨 1.50%。采掘、交运设备、机械设备涨幅靠前，餐饮旅游、食品饮料、医药生物等前期涨幅较大的通胀受益股回落。板块轮动迹象比较明显。从资金净流入角度看，两市整体呈现出较大的资金净流出，仅有采掘、金融服务出现小幅净流入。前期强势的医药板块，以及去库存滞后的机械设备行业出现了较大的资金净流出。前三位的采掘、金融服务、家用电器等低估值品种资金净流出相对较小，这显示出了市场风险偏好降低，众多资金还是选择了防御。

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：上周各行业资金净流入情况

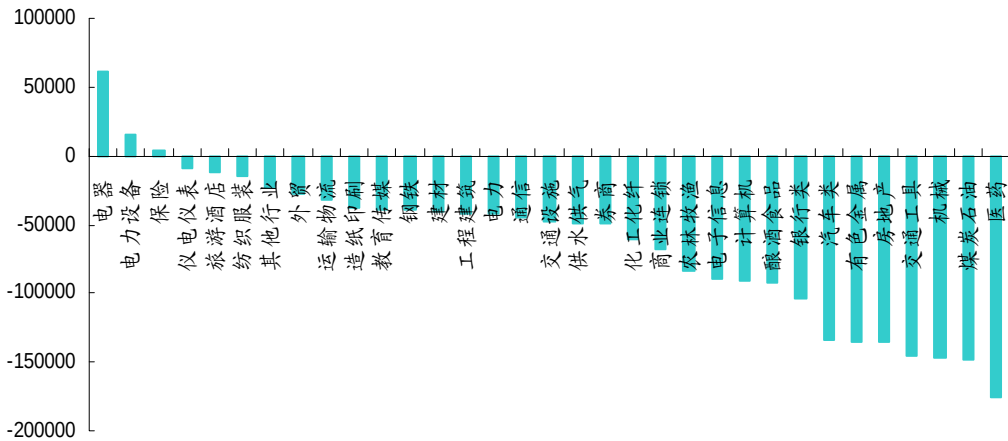


资料来源：长江证券研究部

上周五，两市出现了不小的跌幅。由于受银监会建议暂停京深沪杭四地三套房贷传闻，地产

金融遭遇重创。在弱势市场中，家电、电力设备、保险行业仍然出现了净流入，这说明市场对于它们的认可不同一般。家电行业作为领先的可选消费行业，在经历了持续的低迷之后有可能率先走出基本面迷局。保险股的低估值以及凡消费类的概念，使其在消化了中报不利因素之后凸显投资价值。电力设备的走强主要受到政策层面的支撑。

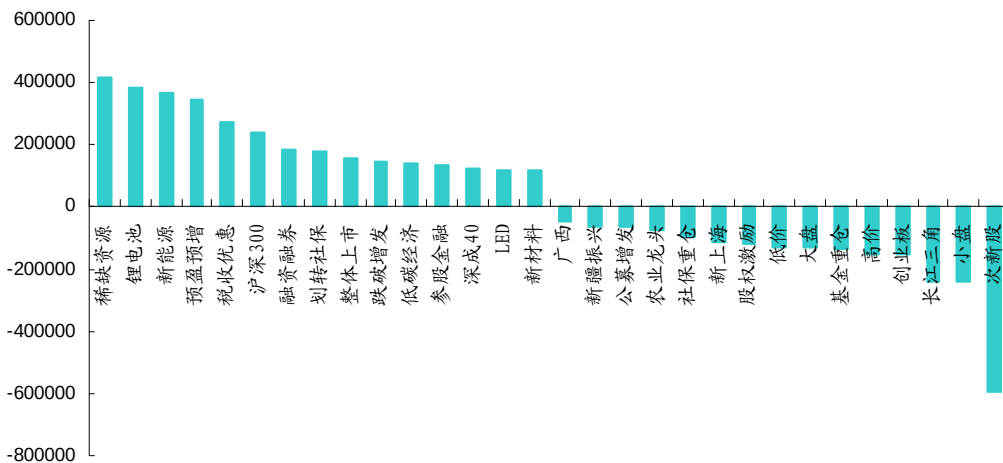
图 3：上周五行业资金净流入状况



资料来源：长江证券研究部

在概念板块上，次新股、小盘、创业板、高价概念净流出较为明显。正如我们上周周报所提到的观点一样，在经济下滑明确的阶段，中小公司的风险会逐步凸显出来。

图 4：概念板块资金净流入前五与后十五



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
粤传媒（002181）	44.7%	收购广州日报经营向资产，主营转向广告
联环药业（600513）	44.1%	超级细菌概念，公司称其产品硫酸粘菌素可治疗超级细菌
天津松江（600225）	42.7%	表态限时解决同业竞争，资产注入可期
成飞集成（002190）	31.9%	锂电池概念，游资疯狂炒作
锌业股份（000751）	27.8%	中报扭亏为盈，业绩远超预期

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
华星创业（300025）	-11.6%	创业板解禁在即，资金或在逃跑
正邦科技（002157）	-11.5%	高管内江升级，增发被疑圈钱
旭飞投资（000526）	-10.4%	资产置换受挫
开开实业（600272）	-9.9%	传大股东资产注入生变，资金出逃
运盛实业（600767）	-9.4%	中报继续亏损，资金出逃

资料来源：长江证券研究部

一周重要政策及信息回顾

李克强 8 天两次强调坚决抑制房地产投机炒作

21 日，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强在江苏省常州市主持召开加快保障性安居工程建设工作座谈会并讲话。他要求各地要继续落实好国务院关于房地产调控的政策措施，切实增加住房有效供应，坚决抑制投机炒作行为，巩固调控成果。

点评：

周五，关于银监会建议停发京沪深杭四地三套房的传闻让房地产板块承受了较大的压力。除此之外，房产税以及开发商预售资金受监管的消息也使得房地产二次调控的声音笼罩市场。对于房地产、房价而言，当前这个时间窗口对于政策的乐观预期只能说是缘木求鱼。近年来，房价已成为政策调控的一个重要目标。虽然近期，房价上涨过快势头得到遏制，但房地产调控的目标却远没有达到。

首先，房价并没有出现明显的松动。如果在这个时候放松调控政策，房价再次出现大幅上涨是一件大概率事件。此刻政策的放松无异于决策层自己打自己的耳光，其在民众心中的形象将会大打折扣。李克强再次强调要坚决抑制投资炒作等不合理需求也表明了决策层的态度。另外，上周末主流媒体对于房地产运行以及住房空置问题的报道似乎也表明了立场：调控不会放松。

第二，对于房地产行业调控的根本措施是对的。资金流的调控。在地产开发商融资渠道受限的情况下，新开工的不断高企将会从资金面上给开发商带来更大的压力。房价的实质调整在中国很大程度上是开发商主动调整的结果。对于资金的渴求则很可能促使房价的实质回落。至

于短期内的成交回升，我们更多的认为这是一种大幅下跌之后的短期反弹，其持续性还需要观察。在四季度大量楼盘入市的情况下，这种实质调整有可能拉开。房地产市场运行有一个特点就是往往是价升量增、价跌量缩，其主要原因还是在于预期上面。

政策不会放松，开发商资金将会越来越紧，房价的实质调整可以期待。但价调的过程却是伴随着成交量的不确定性。因此，在短期内来看，地产股的投资机会还没有显现。

国务院召开振兴东北老工业基地第二次会议

国务院总理、国务院振兴东北地区等老工业基地领导小组组长温家宝 17 日主持召开领导小组第二次全体会议，听取发展改革委关于振兴东北地区等老工业基地进展情况和下一阶段工作重点的汇报，审议并原则通过《大小兴安岭林区生态保护和经济转型规划》与《关于加快东北地区农业发展方式转变建设现代农业的指导意见》。

点评:

此次会议讨论的内容是建立在 2009 年《国务院关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》基础之上的，更加强调各项政策措施的落实，以推动东北地区等老工业基地实现新的跨越，加快形成具有独特优势和竞争力的新的增长极。对于农业和生态的规划是本次会议的一大亮点。会议提出进一步发挥东北农业优势。加快东北地区农业发展方式转变，建立现代农业产业体系。创新农业经营机制，完善农业市场流通体系，促进农业循环经济发展和生态保护。积极推进农垦系统改革。健全东北粮食主产区补偿制度。加大对粮食主产区的道路、农网、水利等基础设施建设支持。

今年以来国内外自然灾害此起彼伏，包括粮食在内的各种农产价格的波动不仅影响到了市场秩序，也使得粮食安全这一用词再次进入高层的视野。首次催化，对于农业的重视可能会再次显现。东北作为我国重要的粮仓，其在保障国家粮食安全中的地位不可忽视。借此政策，东北的地区农业发展会迎来更大的机会，相关的上市公司也将从中受益。东北的农业类上市公司主要有北大荒、万向德农、吉林森工、獐子岛、壹桥苗业等，我们建议关注这些公司的长期受益价值。

中国粮食官员:国家玉米库存充足

中国官方新华社周四援引中国国家粮油信息中心主任尚强民的话称，当前国家玉米库存充足，国家拥有足够的市场调控能力和决心。他表示，2010 年国内玉米并不存在供求缺口，国内玉米供给总量没有减少。而当前东北市场玉米购买需求强劲，有囤积和炒作的原因。

点评:

近期国内外各种关于粮食、粮价的报道与传闻不仅给金融市场带来了巨大的波动，也是“粮食安全”这个用语再次进入国人视线。今年以来所发生的各种旱灾、涝灾等对中国自身的粮食生产究竟产生了什么样的影响呢？中国的粮食生产究竟安不安全呢？这是当前国人都比较关心的问题。

中国的粮食收成和主要季中国在夏季和秋季，而秋季又尤为重要。我们也可以从夏粮的收成角度来看待当前对于粮食的关注。

2010 年上半年，全国夏粮总产量为 2462 亿斤，相比 2009 年，减产 8 亿斤，约减产 0.3%，

结束了连续 6 年的夏粮增产。但是其产量仍处于历史高位水平，仅次于 1997 年的 2559.3 亿斤和 2009 年的 2469.7 亿斤。8 亿斤的减产量对于国人的消费来说微不足道。

据农业部公布的信息，今年上半年，全国夏粮播种面积为 4.11 亿亩，比上年增加 58 万亩。在播种面积增加的情况下，粮食总产量的下降主要因为西南粮食主产区因遭受恶劣天气的影响粮食减产较多。而在其它 11 个夏粮主产省份，夏粮产量是增加的。同时，优质品种的广泛播种也保证了粮食总产量的基本稳定。以小麦的播种为例，优质专用小麦面积为 2.61 亿亩，优质率达 74.6%，比去年提高 4.3 个百分点。

实际上，上半年的各种灾害对于夏粮产生了影响，但影响非常微小，几乎对全年粮食产量不会产生影响。那么基于此的粮价上涨就存在炒作的嫌疑。

我们再来看看秋粮可能的生产情况。

从播种面积上来看，受今年中央出台的强农惠农政策有力，为保护农民的积极性提供了保障。今年中央财政安排“三农”支出 8183 亿元，比上年增加了 930 亿元，增长了 12.8%。在这个基础上，今年 4 月 19 日，中央又出台了一系列政策，财政又增加了 70.8 亿元，专项用于扶持农业生产。同时，国家继续提高小麦、稻谷最低收购价，实施大豆、油菜籽收储政策。调动了农民种粮的积极性。秋粮的播种面积将继续增长。农业部新闻发言人陈萌山在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上指出秋粮的面积有望比上年增加 1000 万亩以上；国家发展改革委价格司有关负责人在接受记者专访时称，根据初步统计，秋粮种植面积比去年增加了 400 多万亩。

短期内的气象灾害对秋粮的生产带来一定的影响。粮食主产区东北受暴雨影响受灾严重。受今年 7 月中下旬特大暴雨的影响，辽宁省农作物受灾 77.55 万亩。农作物受灾面积 41.45 万亩，农作物成灾面积 11.4 万亩，绝收面积 1.65 万亩。作为玉米、大豆的主产区，东北地区的受灾情况将直接影响到全国秋粮的总产量。但从全国来讲，受灾面积并不大。

播种面积有了不小的增加，唯一不确定的就是单产能否维持了。气候的不确定性给粮食产量带来了不确定性，但这也仅仅是带来了一种预期而已。上半年气象灾害众多并不能说明下半年气象灾害同样密集。因此，对于全年粮食产量的担忧现在还缺乏基础。短期农产品价格的大幅波动更多的是一种炒作行为，这是流动性过剩的后果。

一周策略观点及配置建议

上行动能已然枯竭，调整无法避免

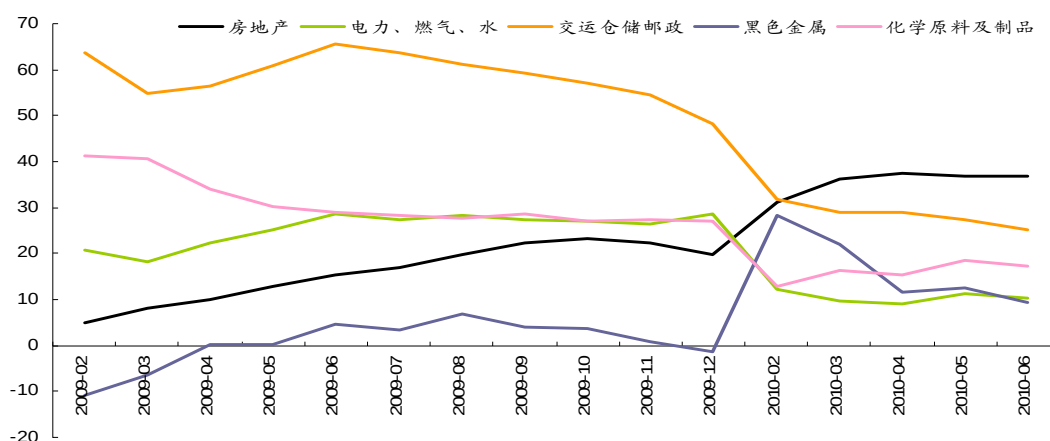
对于 7 月以来的市场行情，我们一直将其定义为一种短期反弹。趋势性反弹之所以难以显现，其原因还是在于当实体去库存行为刚刚展开的时候，实体经济、政策以及流动性的三方博弈并不支持高级别的底部产生。趋势性行情仍将等待。7 月市场上行的动能更多的是一种对于实体经济、对于政策面的预期，而到了 8 月末段，这种预期正在被冷峻的现实所修正。短期上行的动能已然枯竭。具体而言，有以下几个方面：

第一，中报披露接近尾声，中报业绩所引领的估值修复行情即将结束。我们在之前的周报以及月报中曾经提示，以部分上市公司的盈利预测去推算整个行业的中期业绩增幅，房地产、采掘等行业存在着较大的折价率，这是其反弹领先的重要原因。但时至今日，随着越来越多的上市公司披露中报，朦胧的预期正在为理性的数据所取代，中期增长率增长从预期值上一步一步往下调。以采掘业为例，7 月中旬的时候，11 家公司发布中期业绩预告，净利润增长

50%以上的公司占比为 100%，增长中位值为 100%。在这个时间点，市场可以预期这个行业的中期高增长。但在八月末，实际披露的数据显示，22 家已披露中报的上市公司中，增长率高于 50% 的占比已经下滑到 50% 以下，增长中位值也下调到了 44.5%。在市场上涨和预期修正的情况下，估值折价已经不大，估值修复所带来的动能日趋弱化。

第二，7 月经济数据的继续回落给部分资金带来的错觉是经济已经见底，尤其是工业增加值同比 13.4% 的新低所带来的见底回升预期也在一定程度上支撑了市场的上行。但在现在这个时间点上，我们可以异常坚定的判断，7、8 月份只是经济下行的中点，而不是终点。

图 5：房地产支撑上半年固定资产投资

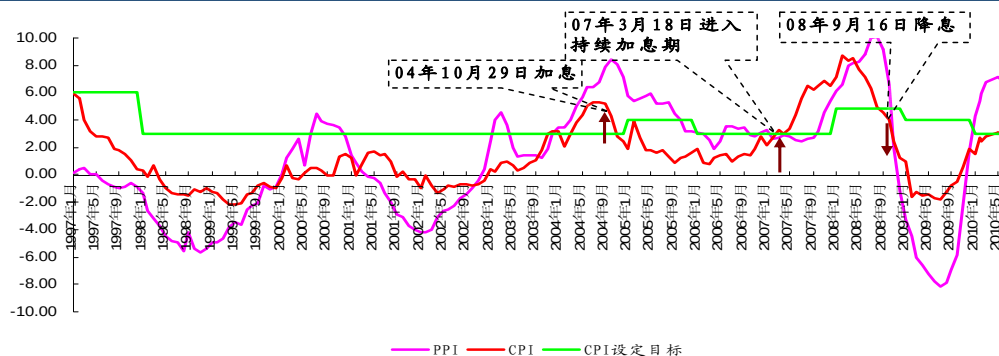


资料来源：长江证券研究部

上半年支撑固定资产投资的上房地产行业，下滑最为明显的是基础设施建设领域，制造业投资有一定程度的下降。从我们现在所观察到的数据来看，商用车订单在 8 月份出现了超预期的下滑，这预示着房地产新开工在未来可能会有一个明显的下滑。而前期基本面甚为良好的工程机械等行业可能会迎来实质调整。如果房地产投资出现明显下滑，反映在固定资产投资上也将会有一个明显的下滑。

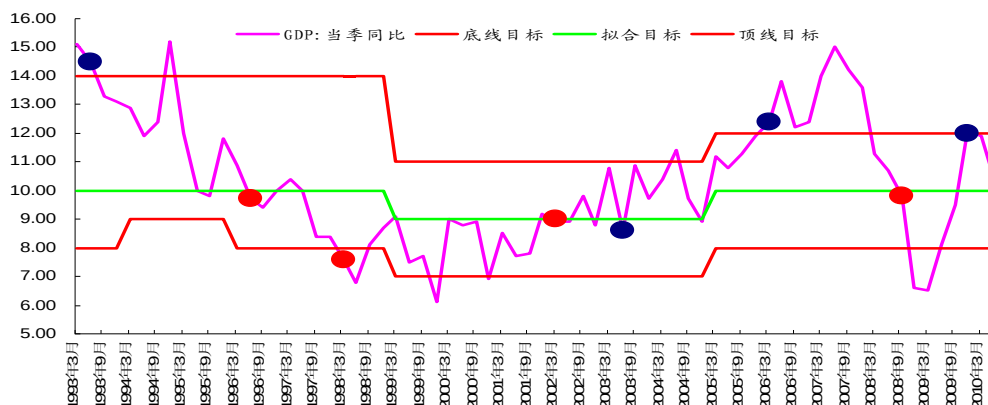
第三，政策在短期内并不会转向。增长下滑与通胀上行使政策面临调控两难。防止通胀上行成为主导。虽然经济增长出现下滑苗头，但仍在调控目标线以上。而近期对于房地产调控的表态则表明了决策层对于地产调控、结构调整的决心。预期的放松很难在这个时间点显现。

图 6：CPI 突破调控零界点



资料来源：长江证券研究部

图 7: 增长尚未脱离增长均衡区间



资料来源: 长江证券研究部

上面所讲的三个因素是支撑 7 月市场上行的重要基础, 在这三个基础的稳定性失去的时候, 我们认为市场已经到了强弩之末, 随之而来的调整也将不可避免。

在这个阶段, 实体经济下滑与政策调控的并存是在行业配置上应当考虑的两大风险。从政策调控上讲, 价格调控是本阶段的主要调控方向, 房价、CPI 以及与房价相关度较大的房地产市场是重点领域。对于通胀受益的农业、商业等板块而言, 无限制的估值上行时期最大的风险在这个阶段我们建议回避。房地产可能面临的二次调控使得其配置价值在这个阶段弱化。除去政策, 从实体运行的角度上看, 我们仍然选择去库存相对领先的可选消费中的乘用车、家电, 中游材料类的钢铁、化工以及库存周期运行相对健康的轻工纺织类行业。在主题板块上, 我们依然看好军工以及亚运概念。

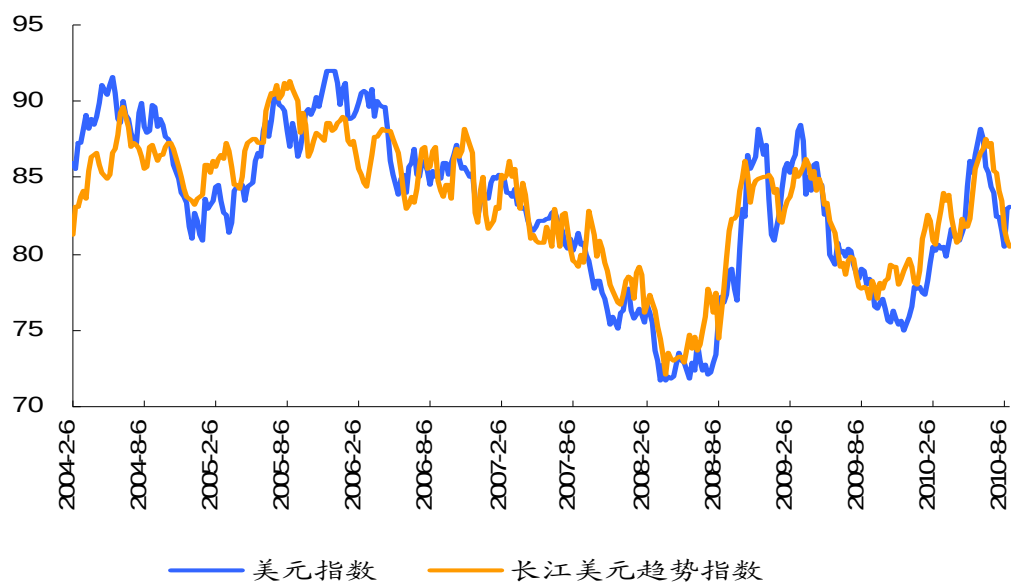
美元指数走向、估值变动与报告索引

美元指数走向

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。

上周的美元在单日创出近期罕见的大幅上涨之后, 到目前仍保持近一周的持续回升态势, 但在经历了自 88 高位的一路下跌之后, 是否已进入了一个开始筑底, 并开始向中期美元的强势过渡, 我们认为目前仍言之尚早, 尽管较前期短暂的欧强美弱格局, 这一局面开始出现了一定的松动局面, 但是无论从中长期的基本面差异还是短期的交易性需求都难以看见反转拐点的迹象, 所以对于上周以来美元指数从 80 回升到 82 的市场走向, 我们依旧保持相对较为谨慎的态度, 是否已经明确进入了一个筑底过程, 仍需对月内指标进行跟踪和确认。

图 8: 长江美元趋势走势图



资料来源：长江证券研究部

行业及风格估值比较

表 3: 行业估值比较

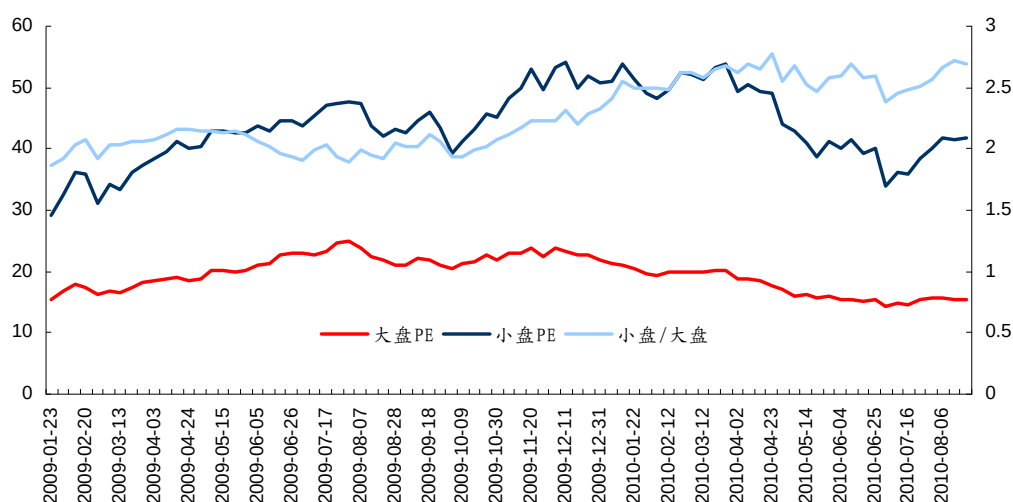
行业	PE(TTM)	PE2010E	PB
采掘	16.90	13.87	2.45
餐饮旅游	50.97	43.57	4.66
电子元器件	58.28	46.87	5.17
房地产	21.97	17.14	2.91
纺织服装	33.95	27.74	3.49
公用事业	27.63	24.71	2.53
黑色金属	17.36	15.87	1.4
化工	18.95	16.46	2.83
机械设备	33.27	26.53	4.51
家用电器	23.3	19.71	3.68
建筑建材	20.37	16.82	2.49
交通运输	23.12	19.73	2.63
交运设备	22.85	19.76	3.5
金融服务	12.26	10.95	2.16
农林牧渔	55.91	36.6	5.28

轻工制造	28.88	22.8	2.79
商业贸易	35.63	28.12	4.36
食品饮料	36.57	30.89	7.32
信息服务	54.01	41.53	3.91
信息设备	37.48	30.29	4.59
医药生物	36.3	31.96	6.27
有色金属	41.44	33.59	4.41
综合	44.16	28.53	4.14

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在风格上，上周小盘溢价有所回落，后期仍有进一步回落的风险。

图 9：大小盘风格估值变动



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

长江证券宏观策略一周报告索引

表 4：长江证券宏观策略近期报告索引

分 类	主 题	日 期
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-08-20	2010-8-20
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-08-19	2010-8-19
海外市场观察	美元筑底过程仍需确认——暨长江美元趋势指数的改进	2010-8-18
投资策略	高铁、转型之路的基石	2010-8-18
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-08-18	2010-8-18
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-08-17	2010-8-17
投资策略	长江证券策略选股方法与体系初建：以筑底心态应对当前走势	2010-8-16
海外市场观察	世界经济半月报：当疲软的经济遭遇气候灾害	2010-8-16
宏观经济	宏观经济月度指标数据库 8 月中	2010-8-16

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8月16日，第98期	2010-8-16
投资策略	长江证券主题性投资周报，2010年8月15日，第八期	2010-8-16
投资策略	经济下滑明确，警惕中小公司风险	2010-8-16

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。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。