

不确定逐渐消除，权重股面临估值回归

——9月A股市场投资策略

2010年9月1日 星期一

报告要点

分析师	鲍庆
电话	021-50586660-8642
邮件	bq@longone.com.cn

分析师	董高峰
电话	021-50586660-8622
邮件	dgf@longone.com.cn

分析师	王小丹（助理）
电话	021-50586660-8631
邮件	wangxd@longone.com.cn

联系人	顾颖
电话	021-50586660-8638
邮件	dhresearch@longone.com.cn

□ 股市的买卖行为体现着投资者对未来的预期，就目前市场而言，我们认为一定程度已经反映了经济基本面，如经济增速的回落和8月通胀，这些预期的兑现并不会对市场构成影响，而那些超预期的因素，或正面或负面，都会使投资者的预期发生变化，从而影响市场走势。在9月月报中我们将分析市场预期到的和未预期的因素，从而揭示9月影响市场主要因素及其对市场和投资策略的影响。

□ 我们认为中报盈利超预期效应消失后的盈利预期下调风险。当前沪深300净利润同比增速一致预期在8月初低点28.47%后出现了上调，这主要是在中报业绩披露下，受权重股如银行中报业绩超预期而出现的盈利预期上调，但是未来实体经济和银行业业绩继续超预期的可能性较小，存在下调可能。另一方面，我们认为随着不确定逐渐消除，估值回归动力增强。目前制约银行业估值回归的主要负面因素是地方融资平台的不确定。我们认为9月对地方融资平台的债务清理核实工作将有序展开，随着这一工作的展开，萦绕在市场投资者心中的这一不确定也将逐渐消除，这有助于估值处理底部区间银行股出现估值回归。相反，中小板风险逐渐累积，存在风险释放过程。进入2010年后，中小板在上涨过程中随着风险的逐渐累积出现过4次较大的调整，分别是1月、3月、4月和6月，但随着调整后风险释放，中小板再度上涨，本轮反弹上涨幅度达29%，持续时间43天。从反弹持续时间来看与10年第二次接近，但反弹幅度明显超过了10年其他两次。因此，本轮中小板反弹至今获利盘的获利回吐将导致中小板累积风险的释放，估值出现收缩。

□ 因此，我们认为9月市场将逐渐呈现风格的转化，这种风格的转化将导致市场整体出现震荡调整的格局，在中小板风险释放的过程中，权重股将直到支撑指数的作用，而随着中小板风险释放的结束，权重股的估值回归将推动指数向上。我们认为9月沪深300震荡调整的波动区间为（2500-3000）点间，上证指数（2500-2900）点间。

□ 从2000年至今9月各行业市场相对表现（平均市场相对表现与超越大盘概率）来看，采掘、机械、有色、交运设备、医药、家用电器这几个行业在平均市场相对表现和超越大盘概率上都高于其他行业，而一般认为的房地产销售“金九银十”并没有推动房地产和其上游钢铁板块出现明显的行情。综合9月行业景气变化与历史规律，我们在9月推荐关注家用电器、交运设备、食品饮料、零售和餐饮旅游、金融服务的投资机会。

9 月市场投资策略

一、近期观点回顾

我们在 8 月策略月报中指出市场在“政策预期无法兑现、估值上行受制于产出缺口和加息预期以及盈利预期向下调整三种因素影响下，8 月市场的上行动力将逐渐趋缓，面临一定的调整压力”，从 8 月市场走势来看，我们的判断基本符合市场实际走势，我们提前预判到了市场的变化。我们能够作出这一较为准确的判断的依据在于我们对 7 月行情的本质有着深刻的认识，我们认为行情的性质决定了行情反弹的高度与相应的投资策略。我们在 8 月月报中曾对本轮反弹行情的性质作过深入的分析，我们认为 7 月反弹是政策预期下的估值修复。由此，在分析了影响市场估值的三大因素：政策预期、经济增长和通胀后我们得出了对 8 月市场的判断。

二、9 月市场观点

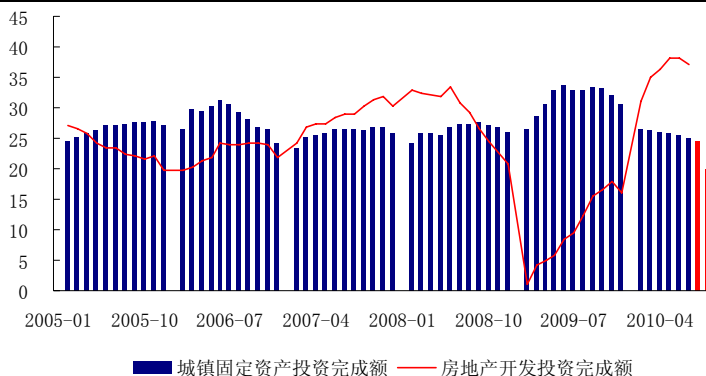
股市的买卖行为体现着投资者对未来的预期，就目前市场而言，我们认为一定程度已经反映了经济基本面，如经济增速的回落和 8 月通胀，这些预期的兑现并不会对市场构成影响，而那些超预期的因素，或正面或负面，都会使投资者的预期发生变化，从而影响市场走势。在 9 月月报中我们将分析市场预期到的和未预期的因素，从而揭示 9 月影响市场主要因素及其对市场和投资策略的影响。

1、预期中的因素

投资增速继续回落

在房地产调控，地方融资平台受限、银信新规制约下，9 月投资增速将延续增速回落的态势。这一增速回落的趋势已为市场预期。

图1. 城镇固定资产投资完成额和房地产开发投资完成额累计同比增速 %



注：红色柱体为市场一致预期

资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

下游需求增速趋缓，从而导致工业增速回落

随着 09 年家电下乡、汽车产业振兴规划等刺激消费的政策效应的下降，相关产品的需求逐渐回落至正常水平，我们认为这些受政策刺激的需求未来仍有继续回落的可能。从汽车各月销量看，10 年销量延续了回落的态度，但是单月销售量仍然高于政策推动前，这意味着随着未来需求的正常化，各月销售量仍然将延续高位回落的趋势，这一方面将导致消费增速的回落，另一方面也将导致上游产出增速的下降。

图2. 汽车产销情况

%, 万辆

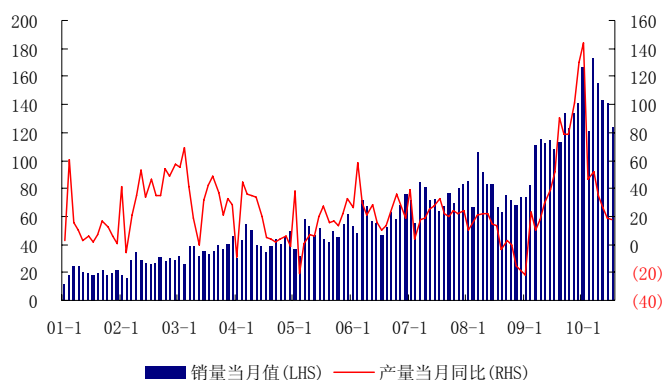
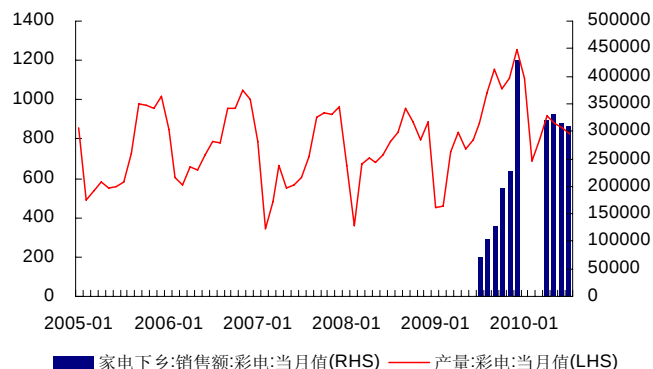


图3. 彩电产量与家电下乡销量

万元, 万台

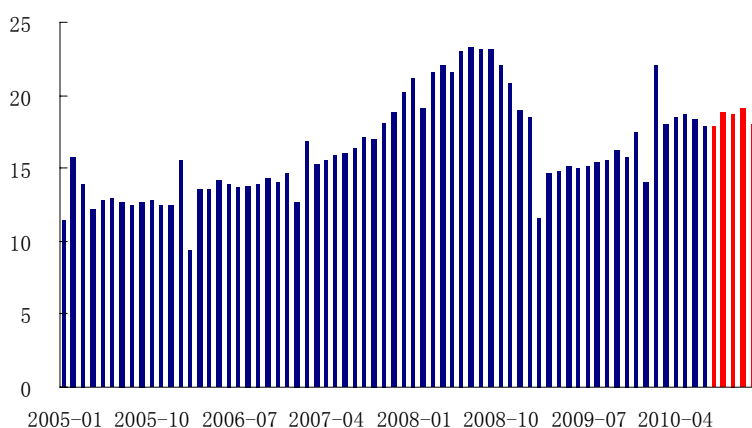


资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

当前市场对消费增速小幅回落已有所预期，8 月一致预期的社会消费品零售总额同比增速较 7 月继续回落。而对 9、10 月销售黄金季，市场预期也有所体现，该两月社会消费品零售总额同比增速较 8 月明显提高。

图4. 社会消费品零售总额月度同比增长率

%



注: 红色柱体为市场一致预期

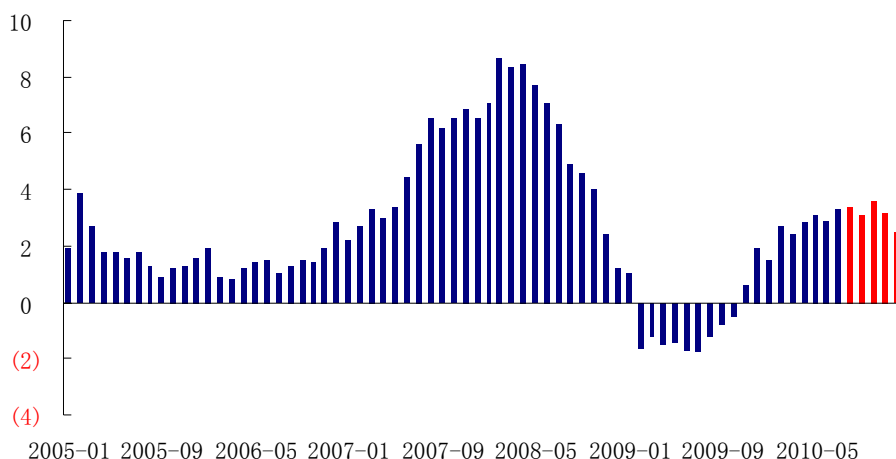
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

8 月通胀压力创新高

受国内外因素影响（如国内水灾、国外俄罗斯火灾导致暂停小麦出口等），8

月 CPI 有望创年内新高。而当前市场对 8 月通胀压力基本有所预期,一致预期 8 月 CPI 涨幅为 3.4%,这意味着阶段是 8 月 CPI 最终公布数据只有超过 3.4%才会引起市场产生实质影响。

图5. 社会消费品零售总额月度同比增长率 %



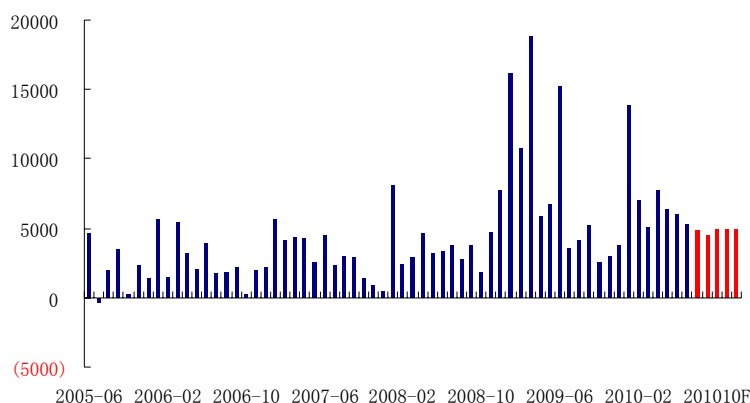
注: 红色柱体为市场一致预期

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

政策基调不改, 难以释放流动性

与美国经济恶化从而导致刺激政策再度采取不同, 目前来看, 国内政策在下半年不会出现明显的转向。1-7 月累计人民币新增贷款 51,504 亿元, 按照全年 7.5 万亿的目标, 8-12 月尚有 23496 亿元的额度, 目前市场一致预期 8-12 月新增贷款额为 24375 亿元, 相对差距不大。就当前基本面和政策面的消息来看, 10 年信贷总量并没有放松的痕迹, 因此我们认为 8-12 月新增贷款难以超出预期。

图6. 各月新增人民币贷款 亿元



注: 红色柱体为市场一致预期

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

对于房地产政策, 诚如我们在中期策略报告中指出当前地产政策调控的思路是使房地产在未来更多地体现消费品的特征, 因此调控的着力点是抑制房价过快

上涨及由此吸引的房地产投机资金。因此，我们在一系列调控政策中看到了对房地产信贷政策的管制。我们认为今年下半年房地产调控政策仍然会持续，不会出现预期中的松动。首先，目前国内经济基本面并没有明显的恶化，只是呈现增速逐渐回落，这意味着大多数人依据的“经济恶化-地产调控松动”逻辑的假设前提不成立。其次，目前新房供给上升，给房价调控带来机会。09年下半年新开工面积增速由负转正，10年5月达到72%，虽然6、7月有所回落，但仍然保持在50%以上，预计将在10年下半年转化为实际房屋供给，充足的供给保证了地产调控不会遭遇因供给瓶颈所导致的价格反弹。相反，房地产调控政策中最后和最强的政策——房地产仍然未决，这是影响市场对地产股估值的重要因素。

2、未预期到的因素

我们认为9月经济基本面有两方面因素是当前市场所未预期到的。

内外因素综合作用下，出口增速继续下滑

□ 美国房地产数据不及预期，美联储恐启动“非常规”货币政策

美国近期公布的经济数据不及预期，欧美市场持续低迷，形势不乐观。美国市场虽然再就业方面情况略有好转，成屋新屋销售方面大幅下滑，创年内新低。就当前的经济形势，美联储主席伯南克发表有关“经济形势和货币政策”的讲话，称如果经济前景继续恶化，将采取“非常规”货币政策手段推动经济。伯南克的讲话缓解了美国经济下半年不会出现二次探底的担忧，但今年初以来美联储对于经济形势过于乐观，接下来随着财政刺激的逐渐退出及房地产低迷形势，美国经济数据如果继续低于预期，下半年美国采取异常宽松的货币政策可能性非常大。

截止8月21日，当周首次申请失业救济人数预测为49万人，实际录得47.3万人。上周的首次申请失业救济人数环比下降3.1万，这是过去四周来的第一次回落。

图7. 自2010年二季度以来周申请失业救济人数

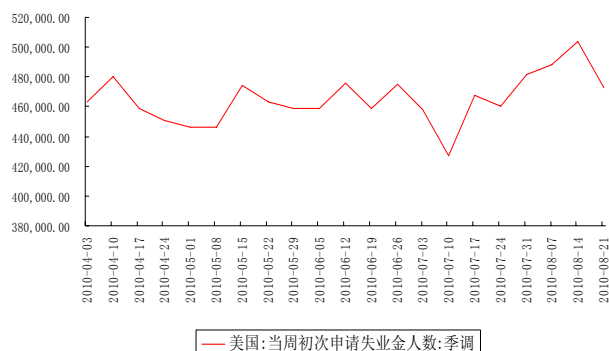
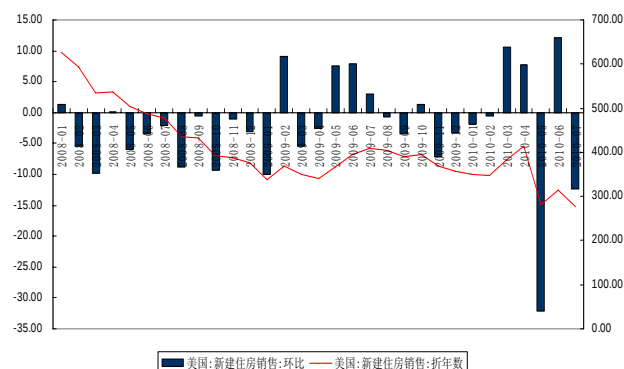


图8. 新屋销售



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

7月美国成屋销售 383 万套，低于市场预期，环比突降 27.2%。新屋销售再次下降，7 月新屋销售环比下滑 12.1%。同时，受销售不畅的情况仍未没有改善，存销比继续大幅攀升，7 月成屋存销比为 12.5，环比飙升 40.45%，7 月新屋存销比为 9.1，环比上升 13.75%。库存增加压低了价格。分地区来看，全美各个地区成屋销售价格均大幅下跌。美国东北部地区 7 月份的成屋销量下降了 29.5%，南部地区的销量下降了 22.6%，西部和中西部地区的销量分别下降了 25%和 35%。美国商务部同时公布，7 月份实际新屋开工数从 6 月份的 53,400 套降至 51,200 套；此外，7 月份建筑许可降低 3.1%，折合成年率为 565,000 套，这两个主要的房地产领先指标的下降均显示美国房地产行业不景气的现状。

图9. 新屋开工数

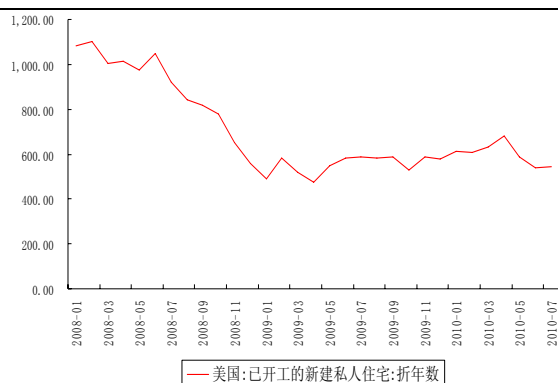
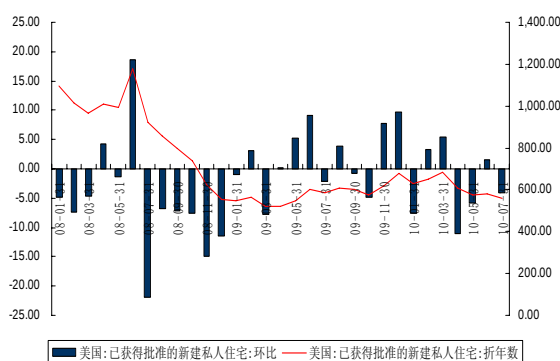


图10. 建筑许可环比下滑明显



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

□ 欧洲去赤字负面影响初现，欧洲经济三、四季度拉动将减弱

欧元区8月制造业 PMI 初值 55，低于市场预期中值 56.1 和 7 月终值 56.7，为近 6 个月来最低值。8 月服务业 PMI 初值 55.6，高于市场预期中值 55.4，但低于 7 月终值 55.8。但 8 月消费者信心指数初值-11.7，高于 7 月终值-14.2，连续第 3 个月上升，创 08 年 1 月来新高。

图11. 欧元区 16 国消费者信心指数

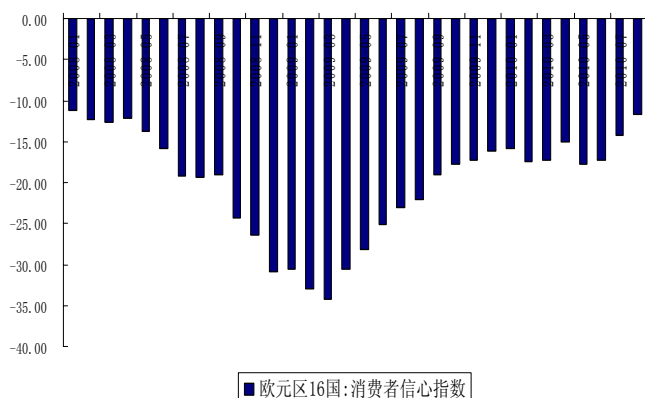
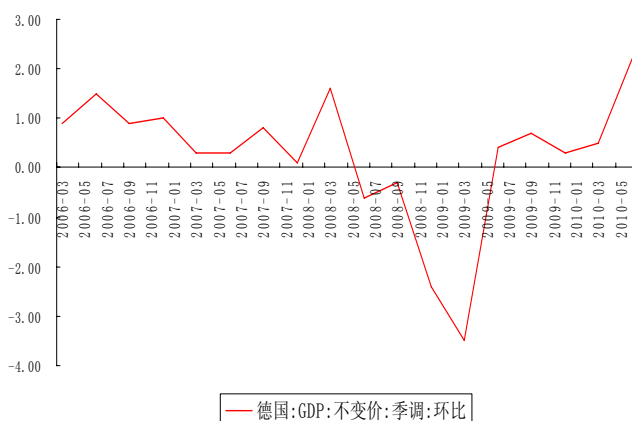


图12. 德国经济增长



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

欧元区第二季度GDP 环比增长 1.0%,为 2006 年第二季度以来的最大环比增幅。其中,出口拉动欧元区 2 季度经济复苏,欧元的大幅贬值,对于欧元区整体,特别是出口大国德国的强劲反弹起了重要作用。欧盟是德国最主要的出口地,占其出口的 62%,下半年财政紧缩将使欧盟各国削减支出,从而去赤字负面效果显现,德国出口将从此大大受到影响。下半年由于财政紧缩的后果将逐渐显现,失业率居高不下,居民消费持续低迷。因此,我们推断欧元区实体经济增速将在三、四季度明显减弱。

目前国内出口增长速度已经显示出明显的下降趋势,月度增速由 5 月 48.47% 下降至 7 月的 38%,但我们认为 8 月出口增速将进一步下滑。我们认为 5 月至 7 月出口增速的下滑更多地反映了 09 年同期出口金额较高导致增速的自然回落,并没有完全反映出出口环比下降的情况。5 月至今出口金额季节调整后环比增长率虽然一直处于下降中,7 月下降至 1.20%,但增速仍然大于 0。

我们认为 8 月出口环比面临较大的压力。

1、海外经济需求回落。欧元区财政紧缩政策的持续,美国经济复苏乏力都对国内出口构成压力。美国 PMI 进口订单环比趋于下降。美国 PMI 进口订单一般领先中国 PMI 新出口订单 1-2 个月,而中国 PMI 新出口订单往往领先国内出口 2 个月左右。7 月美国进口订单在 6 月环比持平的基础上环比大幅下降为-7.08%,因此,预计中国 PMI 新出口订单也面临回落压力。

2、政策因素导致的出口回落。财政部 6 月 22 日宣布自 7 月 15 日钢材、有色金属加工材等六大类 406 种产品取消出口退税,因此相关商品在 6 月底至 7 月初为取得出口退税会集中出口,随着出口退税的取消,相关商品出口会出现明显的下降。

因此,我们认为 8 月出口增速在当前逐月回落的态势下,存在较大的回落压力。

图13. 美国 PMI 进口订单与中国 PMI 新出口订单

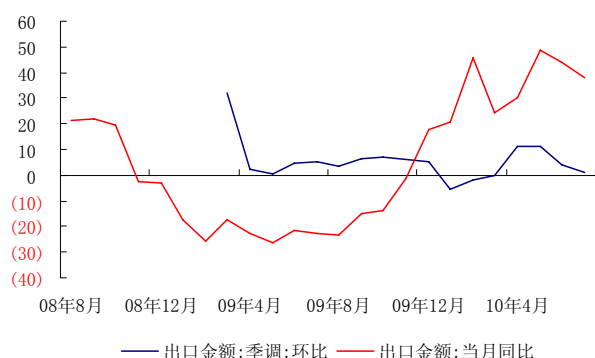
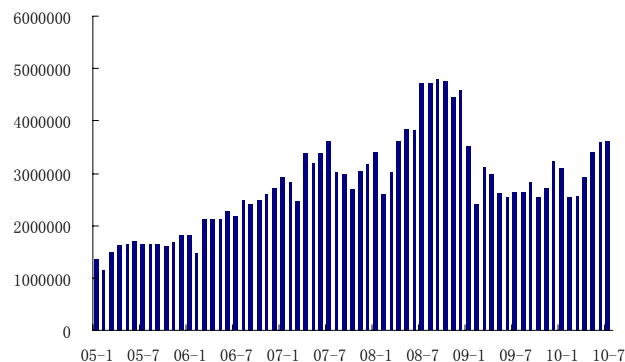


图14. 钢铁制品月度出口金额



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

图15. 美国 PMI 进口订单与中国 PMI 新出口订单 %

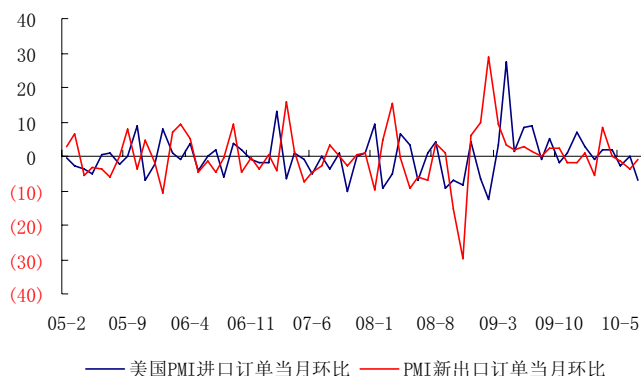
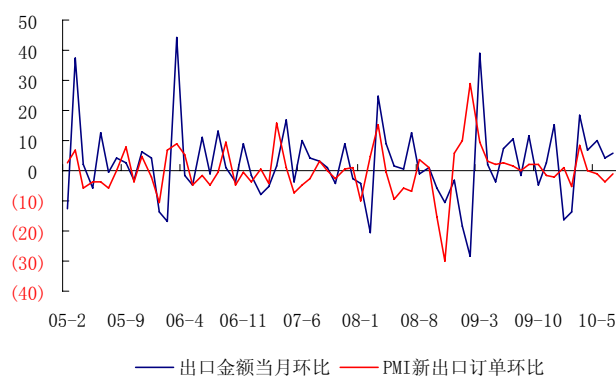


图16. 中国 PMI 新出口订单与中国出口金额当月环比 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

当前市场对 8 月出口增速存在较大的分歧, 8 月出口数据将对市场构成影响。

3、中报盈利超预期效应消失后的盈利预期下调风险

当前沪深 300 净利润同比增速一致预期为 31.39%, 不仅高于我们对沪深 300 全年净利润同比增速 20%-25% 的预测, 而且在 8 月初低点 28.47% 后出现了上调, 我们认为这主要是在中报业绩披露下, 受权重股如银行中报业绩超预期而出现的盈利预期上调, 金融服务 10 年净利润同比增速一致预期在 7 月底 16.81% 的基础上上调到了 22.60%, 上调了近 6 个百分点, 但是如果剔除金融服务业, 那么其他非金融服务业仅由 8 月初最低的 41.66% 上调到了 42.8%, 仅上调了 1.26 个百分点, 如果仅考虑制造业那么其盈利预期自从 5 月以来一直保持下调趋势, 只是在中报期间盈利调整趋缓, 基本维持在 58% 左右的水平。

我们维持对 10 年沪深 300 净利润增速 20%-25% 的判断, 我们认为未来盈利预期存在下调的风险。

实体经济存在下调可能

制造业等实体经济的盈利预期自 5 月底开始下调, 基本上反映了国内经济一季度的见顶回落, 但是并没有反映出下半年经济受出口影响进一步回落的可能。从盈利预期与实际基本面的相对走势来看, 盈利预期往往滞后于实际基本面作出调整。我们认为随着经济基本面的回落, 自下而上的盈利预期将进一步反映经济的这一趋势。

银行业业绩继续超预期的可能性较小, 未来存在下调可能

虽然银行业受中报超预期利好, 10 年盈利预期出现了上调, 但是历史业绩超预期变化来看, 目前银行业业绩超预期的比重已经相对较高, 市场受超预期业绩影响上调了 10 年盈利预期, 这导致未来超预期的比重和影响相应下降。其次, 银

行业其业绩可调整的幅度非常大，我们认为银行业中报并没有完全反映未来业绩可能存在的调整。今年以来，监管部门对银行业潜在风险的监控非常密切。对存在潜在风险的地方融资平台债务和银信合作均出台了相应的规定。我们认为地方融资平台的问题仍然是银行业未来业绩调整的最大不确定。根据估算目前地方融资平台中无现金流覆盖或担保等不合规的约占 23%，即有 6900 亿贷款处于不安全状态。今年上半年早期上市 14 家银行不良贷款余额约为 2800 亿，因此未来地方融资平台不良债务的处理将明显影响银行业业绩。

图17. 沪深 300 净利润同比增速一致预期

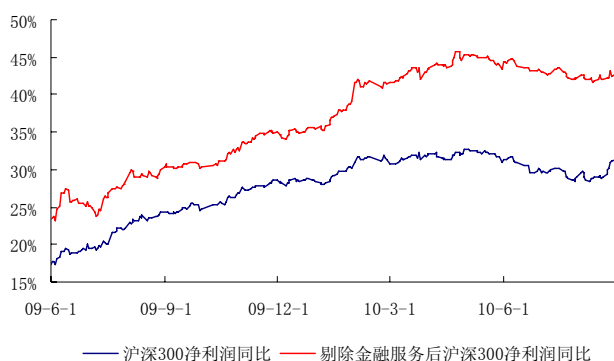
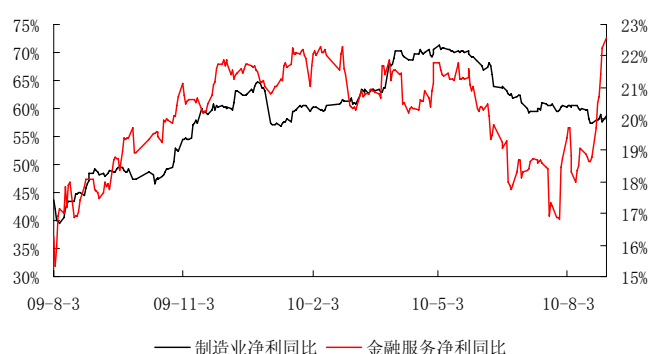


图18. 沪深 300 制造业和金融服务业净利润同比增速预期



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

图19. 沪深 300 历史业绩超预期比重

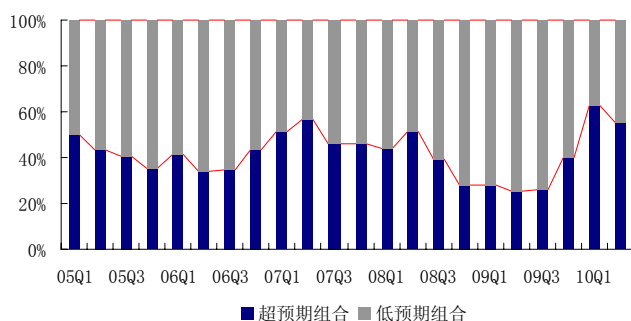
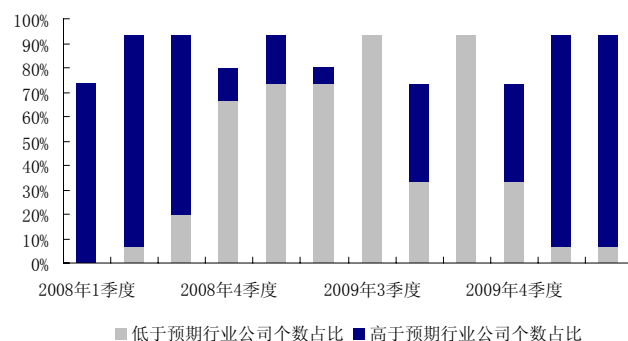


图20. 沪深 300 银行历史业绩超预期比重



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

4、估值趋于分化

与盈利预期受中报业绩披露相对乐观不同，市场估值水平更多体现了投资者对未来不确定的谨慎态度。特别是对银行业为代表金融服务业的估值已经接近历史底部，但由于投资者对其未来潜在业绩调整的担忧，其估值水平一直以来缺少向上回归的动力。而另一方面，以中小板指数为代表的成长股却受到了投资者的关注，其较沪深 300 相对滚动 PE 自 09 年 11 年以来接连创出新高，近期更是突破 6 月高点再次达到了新高。

我们认为 9 月市场估值可能会发生变化：

不确定逐渐消除，估值回归动力增强

目前制约银行业估值回归的主要负面因素是地方融资平台的不确定。我们认为在 9 月后这一不确定将逐渐消除。在 6 月 10 日公布的《加强地方政府融资平台公司管理有关问题通知》中规定“各省(区、市)人民政府要切实履行职责，抓紧落实相关工作，并将工作落实情况于 2010 年 12 月 31 日前上报国务院，抄送财政部、发展改革委、人民银行和银监会”，而在 7 月 30 日公布的《关于贯彻〈国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知〉相关事项的通知》中在上述要求外进一步要求“各省(区、市)人民政府财政部门要于 2010 年 10 月 31 日前将地方政府融资平台公司债务清理核实情况报告报送财政部，抄送发展改革委、人民银行和银监会”。因此，可以认为 9 月对地方融资平台的债务清理核实工作将有序展开，随着这一工作的展开，萦绕在市场投资者心中的这一不确定也将逐渐消除，这有助于估值处理底部区间银行股出现估值回归。

中小板风险逐渐累积，存在风险释放过程

进入 2010 年后，中小板在上涨过程中随着风险的逐渐累积出现过 4 次较大的调整，分别是 1 月、3 月、4 月和 6 月，但随着调整后风险释放，中小板再度上涨，从调整持续时间看，表现出急涨急跌的特点。而从本次调整后反弹来看，这一轮中小板自 7 月初反弹至今，上涨幅度达 29%，持续时间 43 天。从反弹持续时间来看与 10 年第二次接近，但反弹幅度明显超过了 10 年其他两次。因此，本轮中小板反弹至今获利盘的获利回吐将导致中小板累积风险的释放，估值出现收缩。

表：10 年中小板指数反弹持续时间与幅度

日期	持续时间	涨幅
09 年 12 月 22 日-1 月 18 日	19 天	13%
2 月 5 日-4 月 12 日	41 天	14.6%
7 月 2 日-	43 天	29%

注：此处以 3 次中小板指数为创新高作为上涨行情的终结，因此，2 月初至 3 月初的上涨视为 2 月-4 月的上涨行情中，5 月 20 日-6 月 10 日的上涨没有创出新高，因此不视为一次有效上涨行情。

资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

这两者的趋势体现在市场则是市场风格的转换，即中小板估值的收缩和以银行股为代表的权重股的估值回归。

图21. 沪深 300 与剔除金融服务业滚动 PE

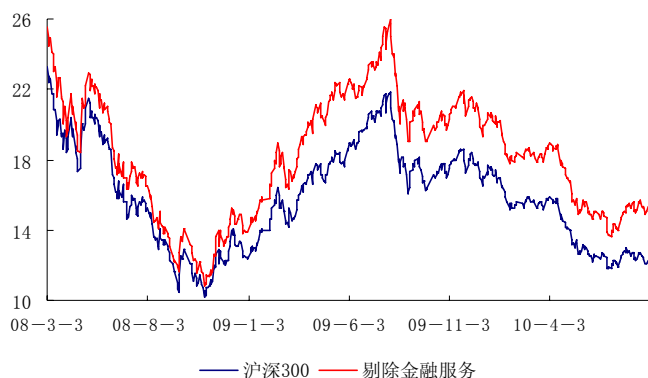
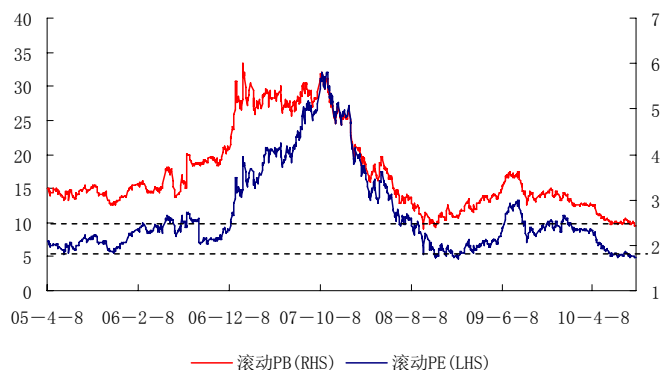


图22. 沪深 300 金融服务滚动 PE 和 PB



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

图23. 沪深 300 制造业滚动 PE



图24. 中小板指数 VS. 沪深 300 相对滚动 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

5、9 月市场研判

因此，我们认为 9 月市场将逐渐呈现风格的转化，这种风格的转化将导致市场整体出现震荡调整的格局，在中小板风险释放的过程中，权重股将起到支撑指数的作用，而随着中小板风险释放的结束，权重股的估值回归将推动指数向上。我们认为 9 月沪深 300 震荡调整的波动区间为（2500-3000）点间，上证指数（2500-2900）点间。

三、9 月市场投资策略

1、9 月历史规律总结

从 2000 年至今 9 月各行业市场相对表现（平均市场相对表现与超越大盘概率）来看，采掘、机械、有色、交运设备、医药、家用电器这几个行业在平均市场相对表现和超越大盘概率上都高于其他行业，而一般认为的房地产销售“金九银十”并没有推动房地产和其上游钢铁板块出现明显的行情。

图25. 2000年至今9月各行业市场相对表现（平均）

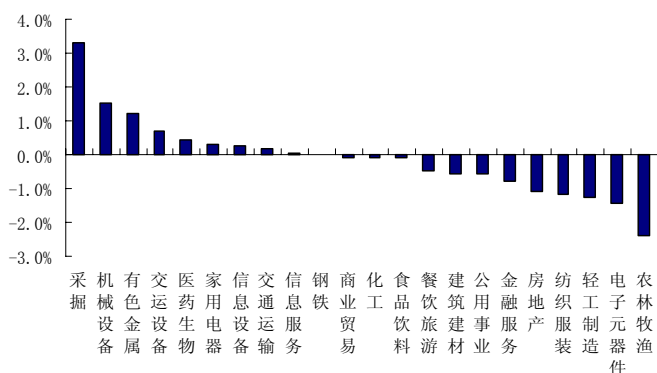
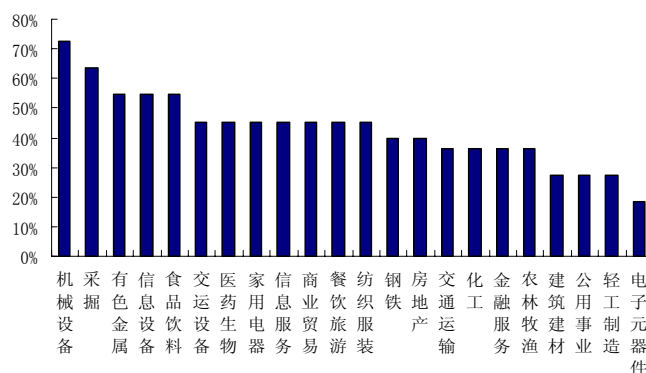


图26. 2000年至今9月各行业市场相对表现超额大盘概率



注：此处全市场指数为上证综指

资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

2、9月行业分析

人无法两次踏进同一条河流，历史规律只能作为参考，但每次经济环境各不相同，因此我们更注重当前市场驱动因素的变化。我们认为9月主要行业变化如下：

房地产：虽然在近期价格企稳后，成交量出现明显反弹，从而导致价格出现轻微反弹，但今年下半年房地产政策调控不会松动，一旦价格反弹过快，必然导致新一轮的调控政策，而下半年供给的增加将有效缓解价格反弹的压力。房地产板块在7月反弹行情中率先领涨，反映了市场对当前行业基本面的预期，未来上涨动力趋缓。

钢铁：8月钢铁产品价格反弹幅度较大，主要厂商均上调了产品出厂价格。但由于投资和汽车、家电产出增速下降，导致钢铁终端需求面临压力，同时，行业库存较高，未来价格上涨缺少持续动力。受此影响钢铁板块8月并没有出现持续的行情，仅为一两日短期行情。

煤炭：8月动力煤价格结束了约一个月左右的平稳运行，出现小幅下跌，而焦炭价格受钢价回升的影响出现上涨，煤炭板块当前估值较低，但缺少向上动力，8月市场表现一般。

有色金属：虽然国际有色金属市场在8月持续下跌，但国内有色金属板块在8月继续反弹，我们认为受美联储宽松货币政策影响，国际有色金属市场可能会出现反弹，这将助推国内有色金属板块的市场表现。

白酒行业：首推高端白酒，经过近期一轮一线白酒的补涨，食品饮料行业的估值洼地有所平复，但相对二线白酒而言，一线白酒仍有估值优势。因此长期我们仍然建议逢低吸纳估值偏低的且中端酒有较大发展可能的一线白酒股，理由1、高端白酒产销两旺，茅台和五粮液今年都如期放量，今年生产情况都非常顺利，达

到历史最好水平,生产上的突破极大的支撑了两家企业今年的放量;2、高端白酒提价预期增强.调研显示,局部地区供需紧张关系超出厂家预期,反映了销量旺盛的情况;3、洋河所带来的成功效应,使得多家企业都表示要加强对中高档酒的布局,这有利于推动白酒行业竞争与发展,加速白酒行业进一步向名酒企业集中,从而有望推动白酒行业整体估值中枢的上升.

农林牧渔行业:驱动农业股行情的关键因素如粮食价格、猪肉价格、盈利等因素。

粮价方面:目前小麦供求基本面并不支持麦市走牛,全球农产品炒作面临退潮,一定程度上将降低国内农业股的投资热情;国内秋粮集中收获期为9月底~10月初,苹果汁、番茄酱、糖等也集中在3季度末,预计在4季度到来之前,国内大宗粮食和小宗农产品价格将维持高位。

猪肉:预计猪价三季度“维稳”,三季度末到四季度继续回升,但回升幅度不会高于07-08年。一方面,近期猪价回升仍会持续,但由于三季度是猪肉需求淡季,且生猪供应虽有所减少但依然充足,能繁母猪无论从绝对存栏量还是占生猪存栏量的比重来看都不低于历史平均水平,因此三季度猪价以“维稳”为主。三季度末及四季度又进入猪肉传统消费旺季,且随着生猪供给的继续减少猪价会继续上升,预计下半年猪价环比上涨15-20%左右。另一方面,受生猪养殖周期的影响到明年9月份之前生猪存栏量不会有明显回升,故猪价不会出现大幅回落,但本轮价格回升高点也不会超过08年。判断:(1)10月份之前农业股仍有轮番表现机会,10月份以后农产品价格超预期上涨的概率在下降,市场进入结构性风险逐步大于结构性机会的阶段;(2)预计3-4季度销售放量对于企业盈利的贡献将超过价格上涨的贡献,需求超预期引发的海珍品销售放量、惠农政策保障优势种子市场销量激增将使得“水产品”和“种业”再度成为防御性思路下的受益行业;(3)受益于中下游的农产品价格的上涨,饲料行业有望受益。

医药:长期来看,医药行业由于具备需求刚性的特点且受益于人口老龄化、城镇化和新医改等因素影响,至少在十年内将保持稳定、快速的增长,其确定性增长和弱周期特点,使得其成为不可多得的兼具防御性及成长性板块。在大级别行情诞生的条件尚不具备的情况下,医药板块虽然整体估值偏高,但依然可能作为市场做多资金宣泄的对象,需关注的是其阶段性风险释放过程。

商贸行业:1、2007-2011年行业相对整个市场的估值溢价一直保持在20-80%之间。目前行业估值溢价处于历史高位(但重点上市公司PE已处于历史低位,下行空间有限),虽然行业短期面临估值压力,但投资者更应关注国家消费拉动战略带来的长期投资机会,而且零售公司业绩的确定性成长使其防御性特征更为突

出。2、超市行业曾由于其防御性相对市场出现高溢价，但 2009-2010 年超市行业市场表现滞后，目前估值已处于相对合理的水平，投资价值显现，8 月份 CPI 再度高企，利好超市公司，其销售增速有望继续走高。3、零售行业上半年高成长较为确定，部分上市公司中期业绩超预期，虽然下半年行业增速将有所回落，但上半年增速已表明零售市场恢复到金融危机前的正常水平，正进入稳定增长的阶段，预计 2010 年全年增速将超过 20%；4、上海国资商业整合的展开将推动其它地区国资商业重组的力度，而区域振兴规划将对相关零售企业产生长期的、实质性的利好，可关注具有业绩支撑和实质内容的主题投资公司。

家电：1、从季节性效应看，空调和冰箱进入淡季，黑电/小家电和洗衣机即将进入旺季。2、三季报超预期的可能性，以及投融资需求下利润预期的变化。格力再融资扩产计划，引发了白电行业扩产的预期，而且冰箱的高端化、洗衣机滚筒化、空调变频化将成为产业升级的三个核心方向，围绕着产品升级所作的产能布局也在加速。

金融服务：目前银行业相对估值（PE\PB）均接近历史底部，虽然地方融资平台的负面影响，但不会对短期业绩产生一次性冲击，很有可能逐渐由业绩消化，当前对银行板块估值的不利因素主要是地方融资平台缺少明细的信息所带来的不确定，随着相关处置工作的进展，银行业战略性配置机会开始出现。

出口相关行业：受海外经济影响，我们认为 8 月开始出口面临一定的压力，因此与出口相关行业景气将有所下降。

综合 9 月行业景气变化与历史规律，我们在 9 月推荐关注家用电器、交运设备、食品饮料、零售和餐饮旅游、金融服务的投资机会。

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 2 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

王小丹: 毕业于英国 Cardiff University, 金融经济和银行学硕士。现任东海证券研究所策略小组助理研究员。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122